

Staatsfinanzen

Zusammensetzung des Staatshaushalts des
Bundes, der Länder und der Kommunen,
Steueraufkommen und Verwendung



Rechtsanwalt Jochen-Konrad Fromme
LC Hildesheim-Rose

Persönliche Vorstellung



Jochen-Konrad Fromme Jahrgang 1949

aufgewachsen auf einem Bauernhof mit Nähe zur Natur und frühzeitiger Verantwortung für elterlichen Betrieb und Familie

Wirtschaftsabitur

Wehrdienst (Hauptmann d. R.)

Studium der Rechtswissenschaft

Staatsdienst (Bezirksregierung und niedersächsisches Innenministerium)

Kommaldienst (Finanzdezernent und allgemeiner Vertreter) zuletzt Kreisdirektor in Hildesheim

Mitglied des Deutschen Bundestages (Finanz- und Haushaltsausschuß)

Geschäftsführer TLG Immobilien (2 Mrd. € Gewerbe- und Wohnimmobilien, wurde vorbereitet auf Börsengang , später : TLG AG jetzt AROUNDTOWN AG)

Rechtsanwalt (Spezialisierung auf öffentliches Finanzrecht/Finanzausgleich)

u. A. 16 Jahre Vorsitzender der Kommunalen Vereinigung Nds und des Finanzausschusses der Kommunalpolitischen Vereinigung der CDU/CSU; stellv. Bundesvorsitzender KPV

Fraktionsvorsitzender im örtlichen Gemeinderat

Über 60 Veröffentlichungen (siehe www.jkf.de)

- I. Zusammenhang Bundes(Öffentlicher)haushalt – Volkswirtschaft – einzelner Bürger
- II. Landeshaushalt Niedersachsen – Katy Renner-Köhne -
- III. Bundeshaushalt
 - 1) Regierungsentwurf 2026 – Überblick
 - 2) Funktionenübersicht
 - 3) Einnahmen
 - 4) Ausgaben
 - 5) Möglichkeiten des Ausgleiches/der Problemlösung
 - 6) Sondervermögen
- IV. Lösungsmöglichkeiten

I. Zusammenhang zwischen Bundes(Öffentlicher)haushalt , Der Volkswirtschaft und dem einzelnen Bürger

Was haben Staatsfinanzen mit
Volkswirtschaft zu tun?

Wechselwirkungen und der Staat verbraucht
große Teile des Bruttosozialproduktes,
deshalb sind die Zusammenhänge wichtig

Auch der Einzelne ist stark betroffen

Deshalb Grundsätze Zusammenhänge klar
machen

Vermögenslage eines Wirtschaftssubjektes



linke Seite:
Vermögensgegenstände
Aktiva

rechte Seite
Eigentumsverhältnisse
Passiva

Vermögenslage (Bilanz)

Aktiva

Bargeld/Bankgut-
haben/Wertpapiere

Vermögensgegenstände/
Haus/Auto/Möbel etc.

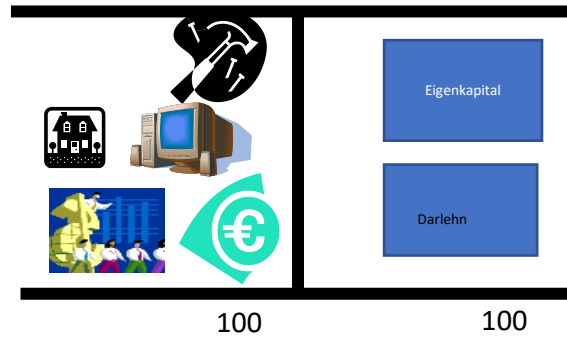
Passiva

Eigenkapital

Verbindlichkeiten/Schulden

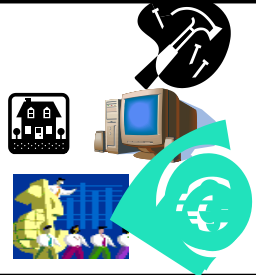
Schulden Kredit Darlehn Kontokorrentkredit

Vermögenslage



Vermögenslage

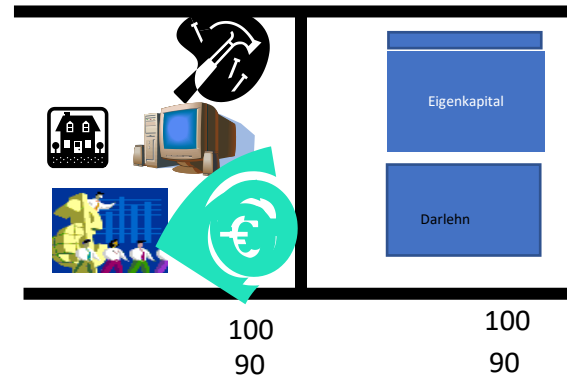
Eingang Lohn

	
100	100
110	110

Aktiv-Passiv-Mehrung

Vermögenslage

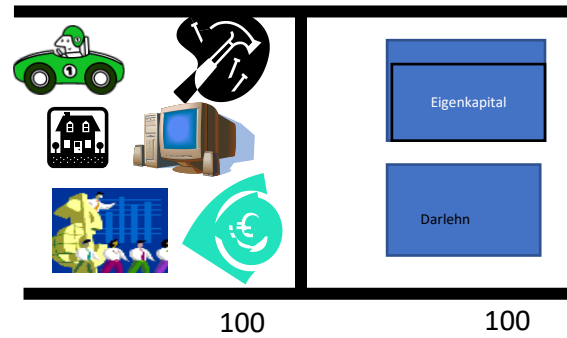
Bezahlen Urlaub



Aktiv-Passiv-Minderung

- 21.11.202
1

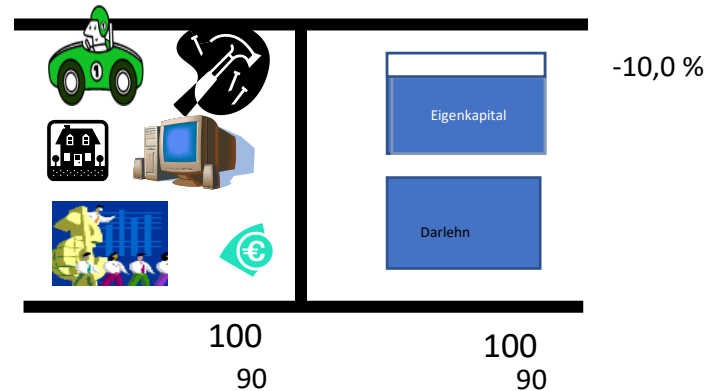
Kauf eines Autos



Aktivtausch Geld gegen Auto

- 21.11.202
1

Nutzung

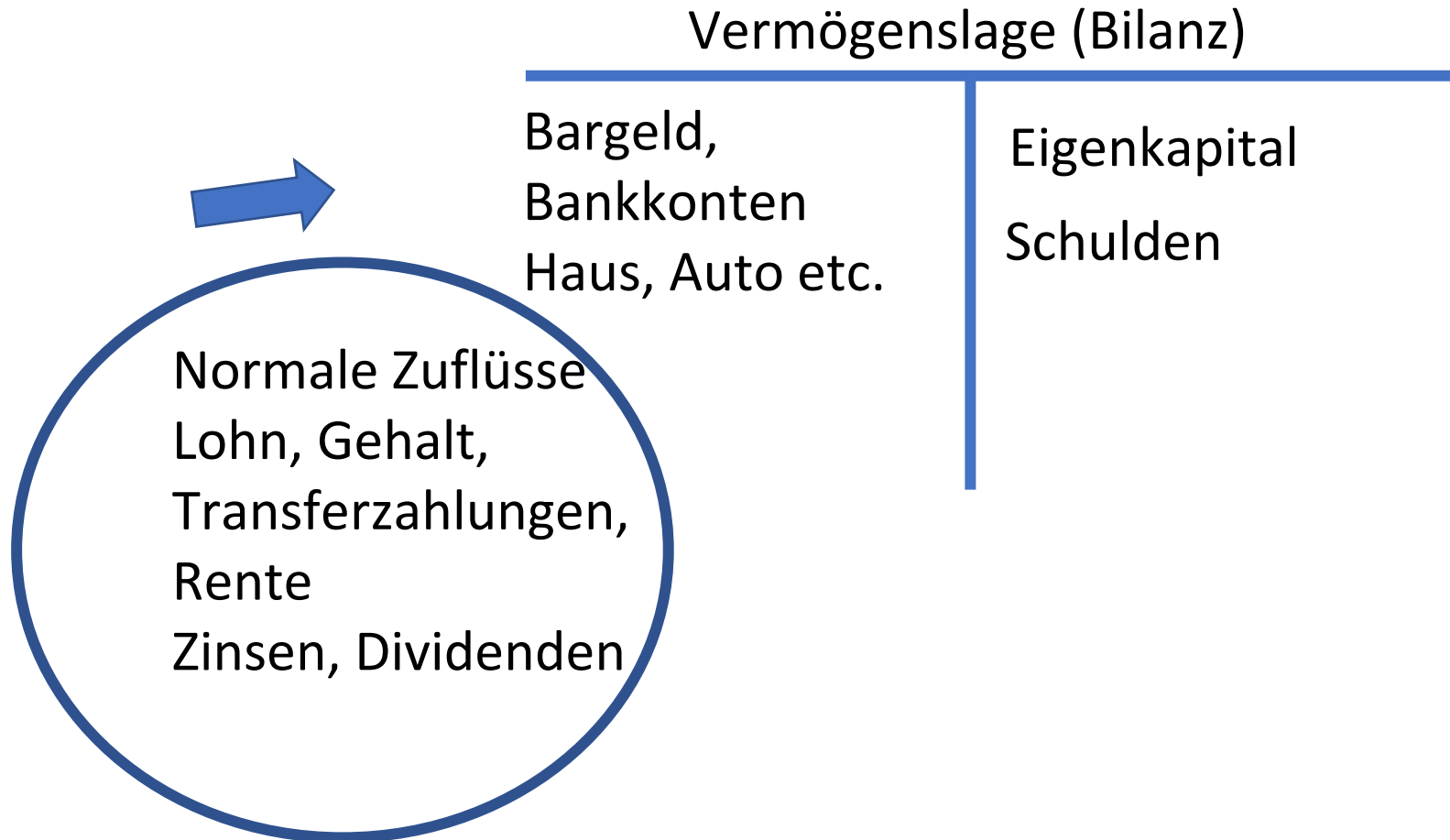


Abschreibung

Durch Einstellung der Abschreibung in der laufenden Rechnung wird sichergestellt, daß der Wertverlust durch den Verbrauch aus laufenden Erträgen finanziert wird. Aus dem dadurch entstehenden „Liquiditätsüberschuß“ kann die Tilgung finanziert werden.

Wenn das Auto fährt wird es weniger wert, Abschreibung über die Lebensdauer wenn sich das Vermögen durch Ressourcenverbrauch vermindert, vermindert sich das Eigenkapital auch, wenn damit kein Zahlungsvorgang verbunden ist

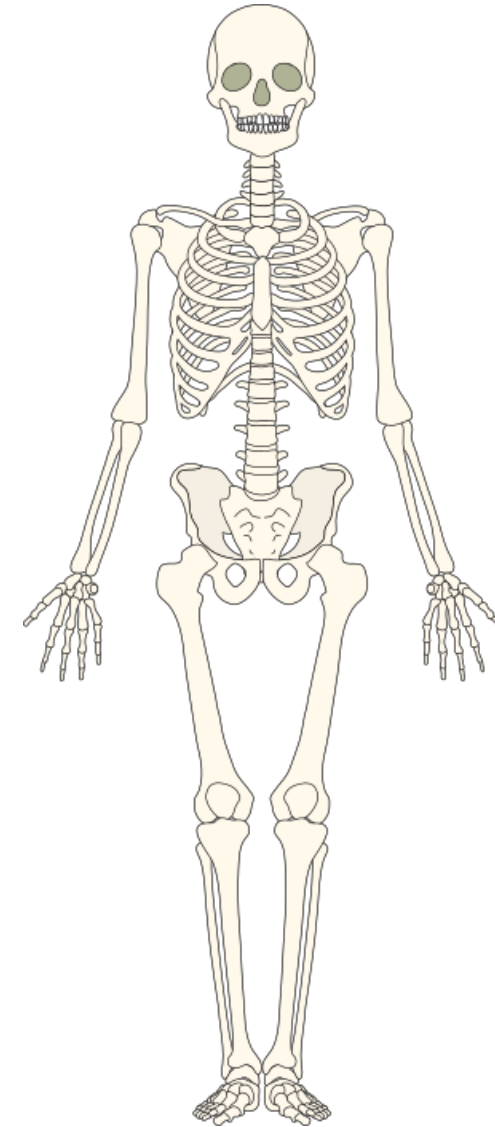
Aktiv-Passiv-Minderung ohne Geldbewegung



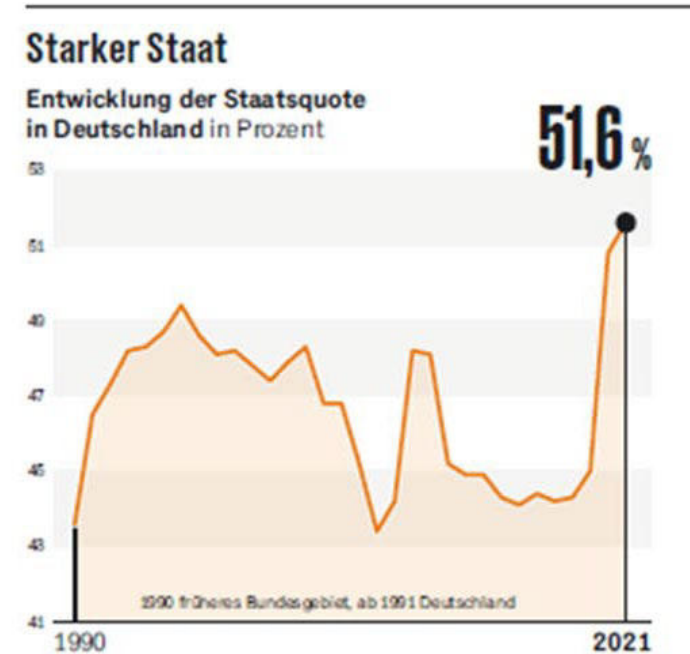
Der Staat (Bund, Länder und Gemeinden) ist ein gedachtes Gebilde – eine juristische Person - , ein abstraktes Konstrukt, das selbst keinerlei Substanz hat.

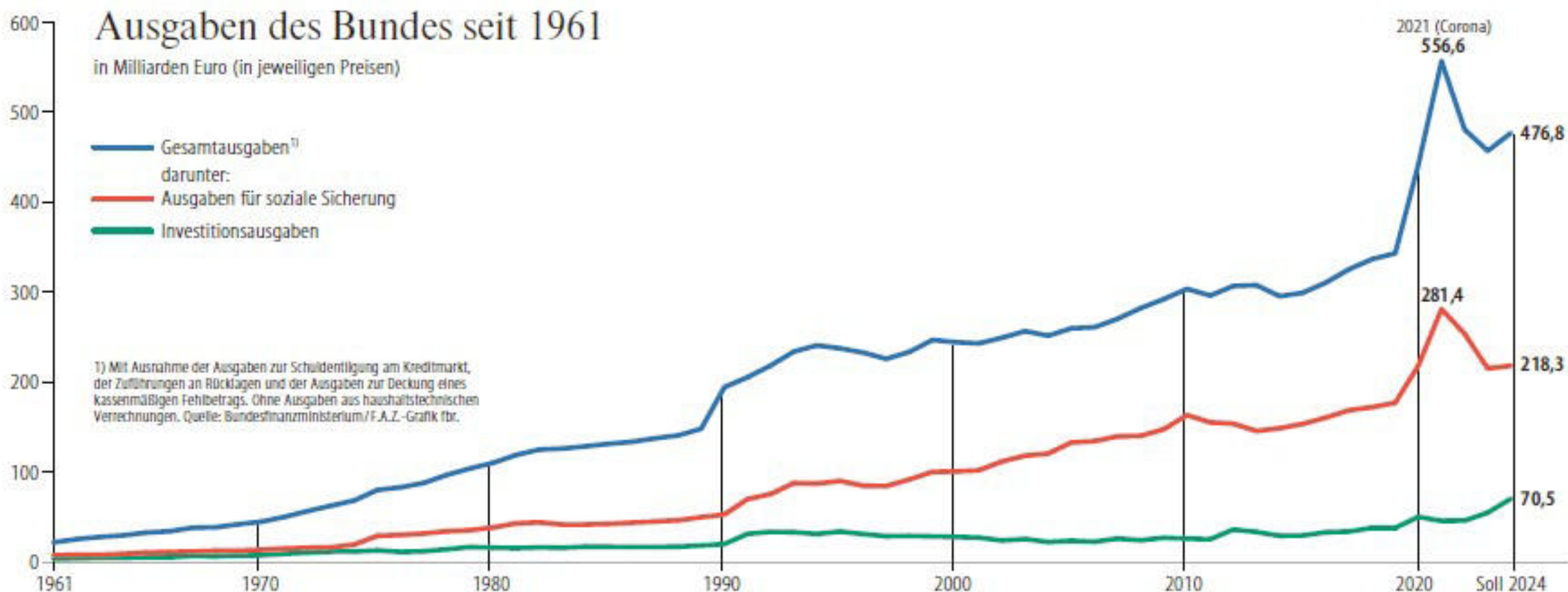
Um Handlungsfähig zu werden braucht sie

- ein Willensbildungsorgan
z. B. Bundestag, Landtag, Gemeinderat und
- ein Ausführungsorgan
z. B. Bundesregierung und Ministerien, Landesregierung und Ministerien, Bürgermeister und Verwaltung



fett bzw. leistungsfähig wird er erst
dadurch, dass er gefüttert wird





Der Staat ist nichts anderes als ein Wirtschaftsobjekt,
Hier heißen die Zuflüsse nur anders:

Steuern und Abgaben
Gebühren und Entgelte

Staatsfinanzen

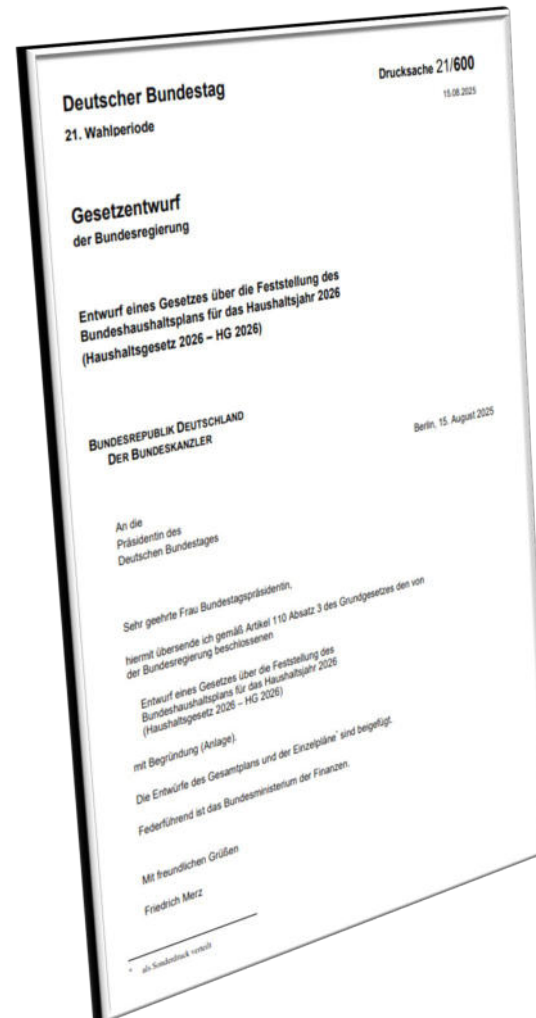
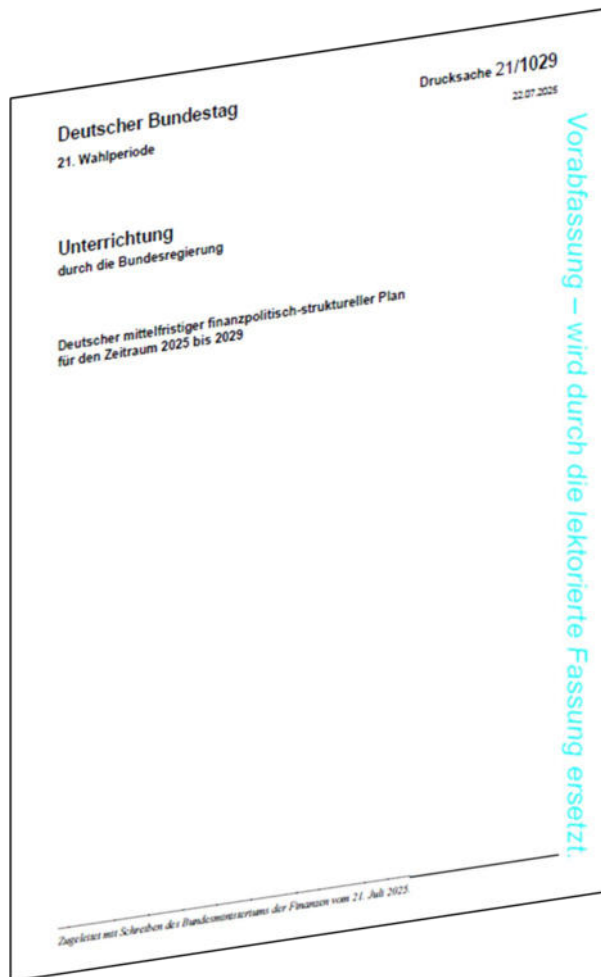
- Föderalismus verschiedene Ebenen der Aufgabenerledigung
- Geld folgt der Aufgabe
- Mißverständnis: Föderalismus heißt, jeder macht seins **allein** und nicht jeder macht alles mit jedem
- Verantwortungsvermischung Zurechenbarkeit von Verantwortung
- Verantwortung für die Ausgestaltung
- Verwaltungsaufwand



II. Landeshaushalt Niedersachsen

Katy Renner-Köhne

III. Bundeshaushalt RegE 2026



3449 Seiten

BRat-Drucks. 350/25

https://www.bundesfinanzministerium.de/Web/DE/Themen/Oeffentliche_Finanzen/Bundeshaushalt/bundeshaushalt.html

Eckdaten des Regierungsentwurfs zum Bundeshaushalt 2026 und des Finanzplans bis 2029

in Mrd. Euro					
	2. RegE	RegE	Finanzplan		
	2025	2026	2027	2028	2029
Ausgaben	503,0	520,5	507,5	546,4	572,1
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent	+6,1	+3,5	-2,5	+7,7	+4,7
Einnahmen	503,0	520,5	507,5	546,4	572,1
davon Steuereinnahmen	386,8	383,8	400,6	412,3	423,9
Nettokreditaufnahme (NKA)	81,8	89,9	88,1	116,5	126,9
NKA ohne Bereichsausnahme¹	49,7	35,6	24,0	9,4	4,8
nachrichtlich:					
Investitionen	62,7	56,1	48,6	46,9	46,5
davon finanzielle Transaktionen	17,3	8,4	1,4	0,5	0,3
bereinigte Investitionsquote in Prozent²	10,0	10,4	10,6	10,6	10,0
Tabelle 1					
Abweichungen in den Summen durch Rundung der Zahlen möglich.					
¹ NKA ohne Ausgaben der Bereichsausnahme oberhalb von 1 Prozent des BIP des der Haushaltsaufstellung vorangegangenen Jahres.					
² Investive Ausgaben ohne finanzielle Transaktionen in Prozent der Ausgaben des Bundeshaushalts ohne finanzielle Transaktionen und ohne Ausgaben der Bereichsausnahme oberhalb von 1 Prozent des BIP des der Haushaltsaufstellung vorangegangenen Jahres.					
Quelle: Bundesministerium der Finanzen					

Folgen der jeweiligen Maßnahmen bedenken

Aufgabe für Wirtschaftswissenschaften



Streiten über Schulden: Lars Feld (links) und Jens Südekum (rechts) © Pilipp von Ditfurth (links); Hilarius Riese für DIE ZEIT (rechts)

Einnahmeerhöhung

- Steuererhöhung
- Nettokreditaufnahme
- Wachstum

Ausgabensenkung

- Folgen bedenken

Wachstum

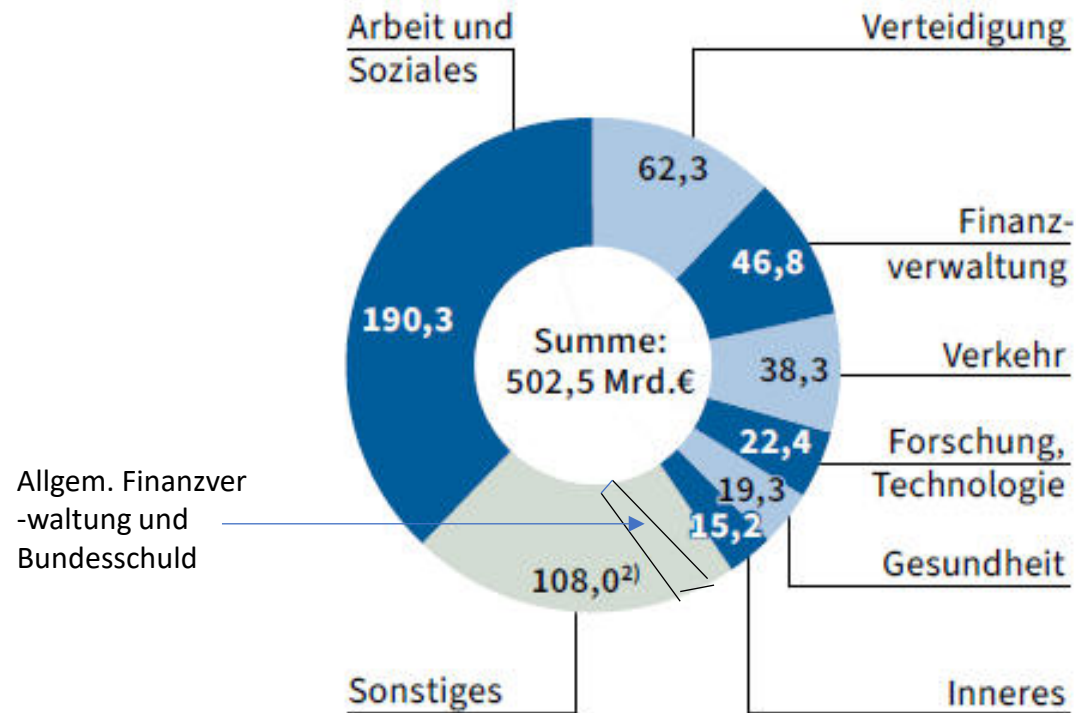
Hilft strukturell nur dann, wenn

- es real ist,
- die Staatsleistungen und ihre Vollzugskosten nicht steigen und
- es über dem Zinszuwachs aus Alt- und Neuschulden liegt.

2.)Funktionen 2025

Der Haushalt des Bundes 2025

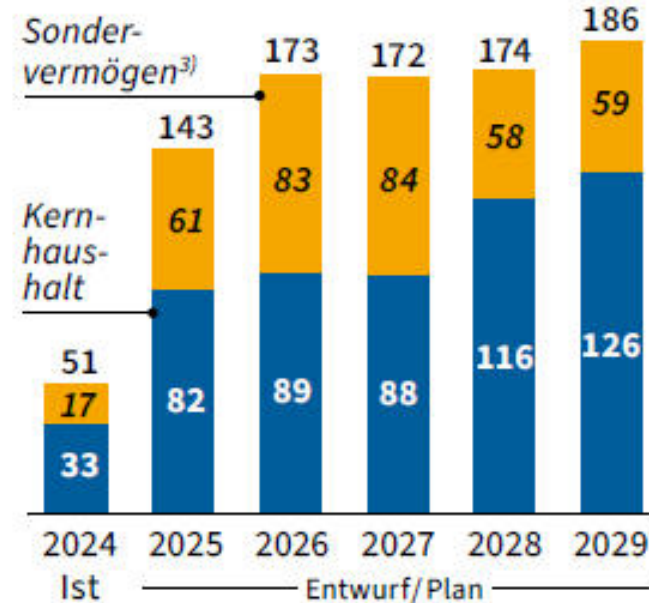
Ausgaben in Milliarden Euro¹⁾



Ausgaben in Milliarden Euro¹⁾

Jahr	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ausgaben	474	503	520	513	550	574

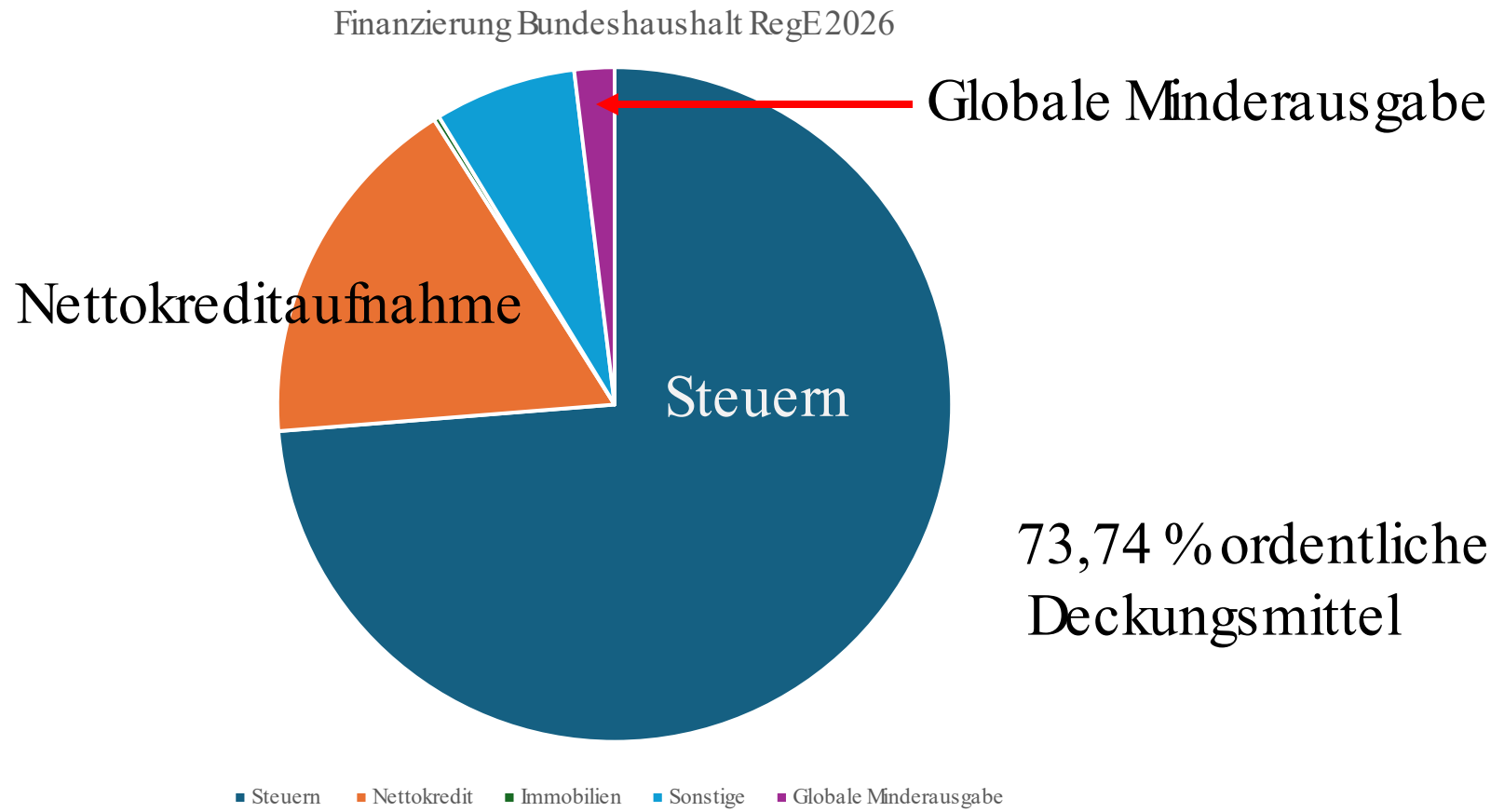
Neuverschuldung in Milliarden Euro



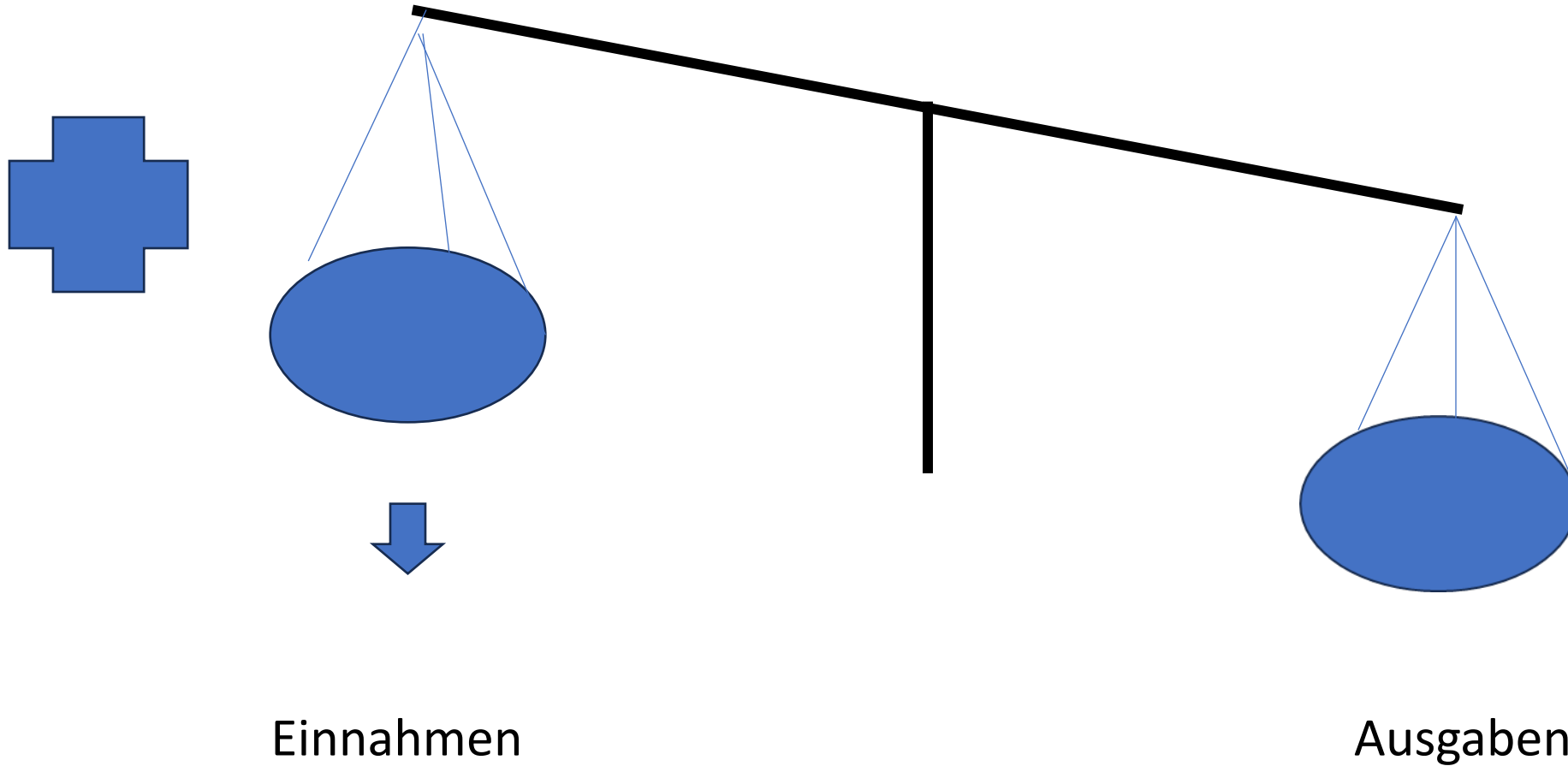
1) Kernhaushalt. 2) Davon Bundesschuld 34,2 Mrd. Euro. 3) Sondervermögen Bundeswehr und Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität. / Quelle: Bundesfinanzministerium / F.A.Z.-Grafik: fbr.

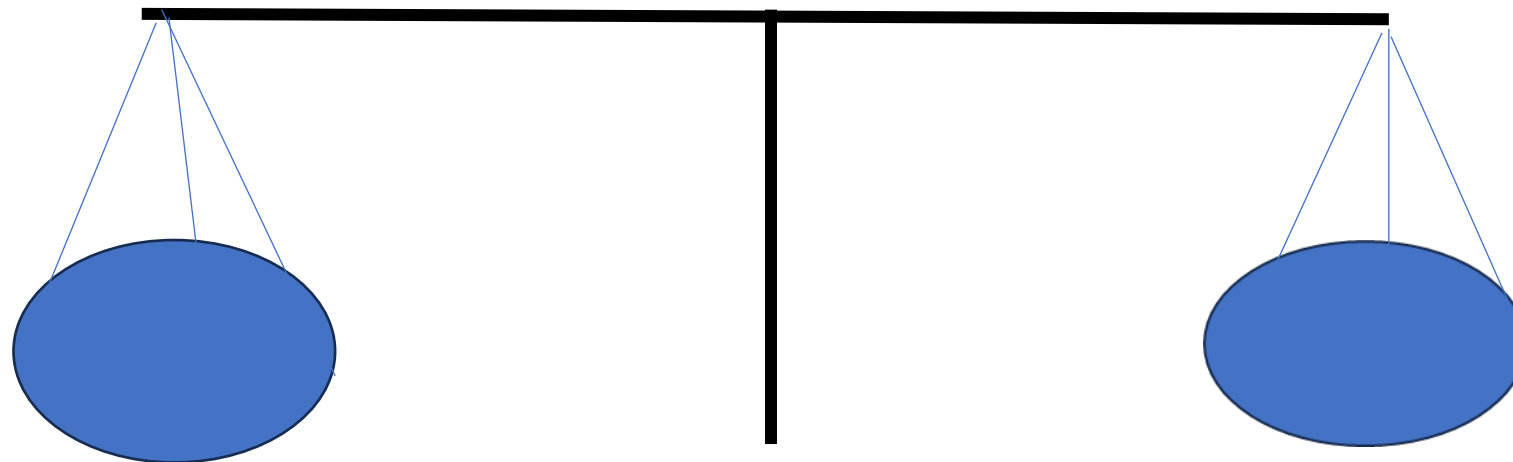
Quelle FAZ 17.09.2025

3) Einnahmen



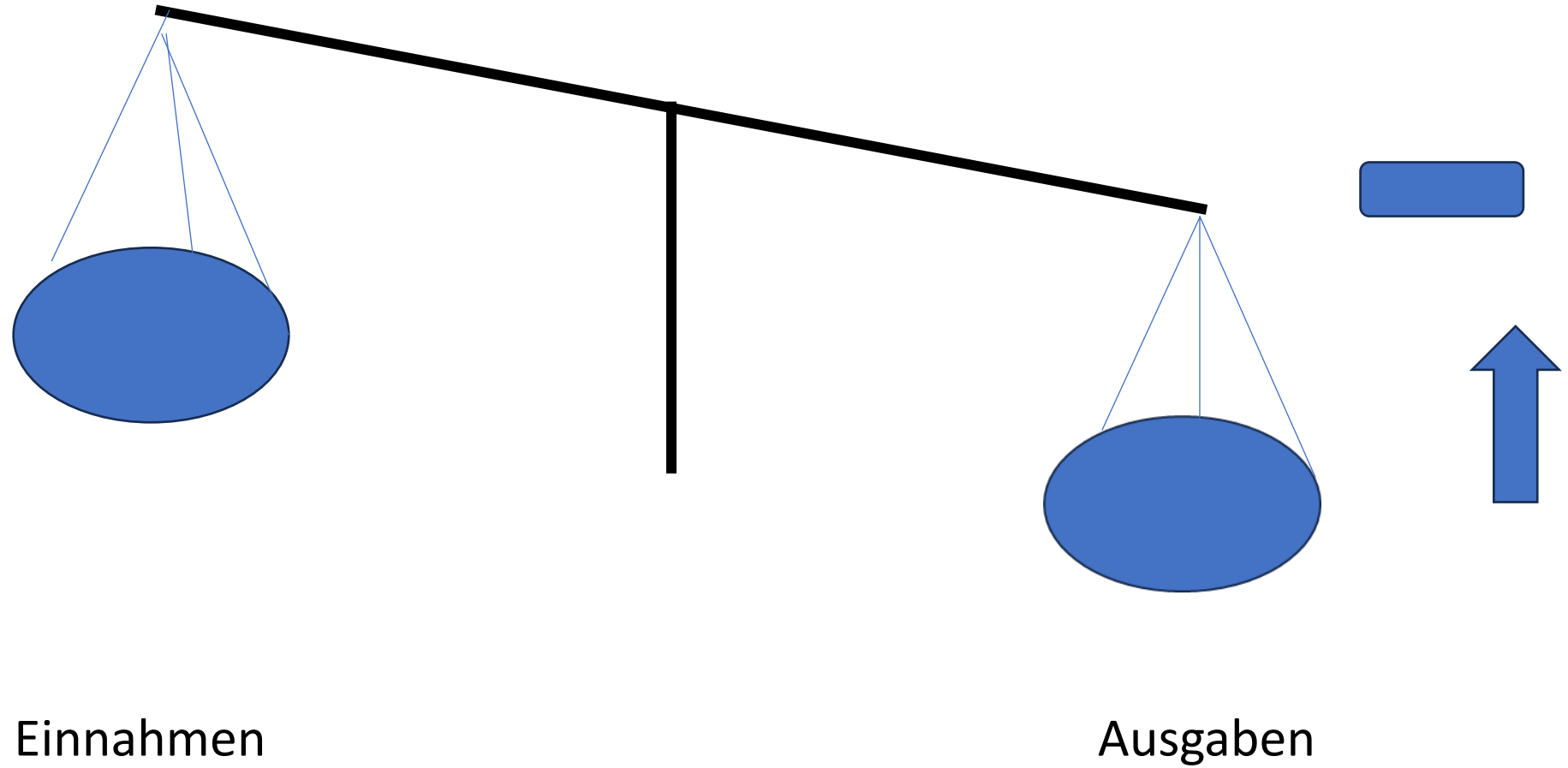
Haushaltsausgleich

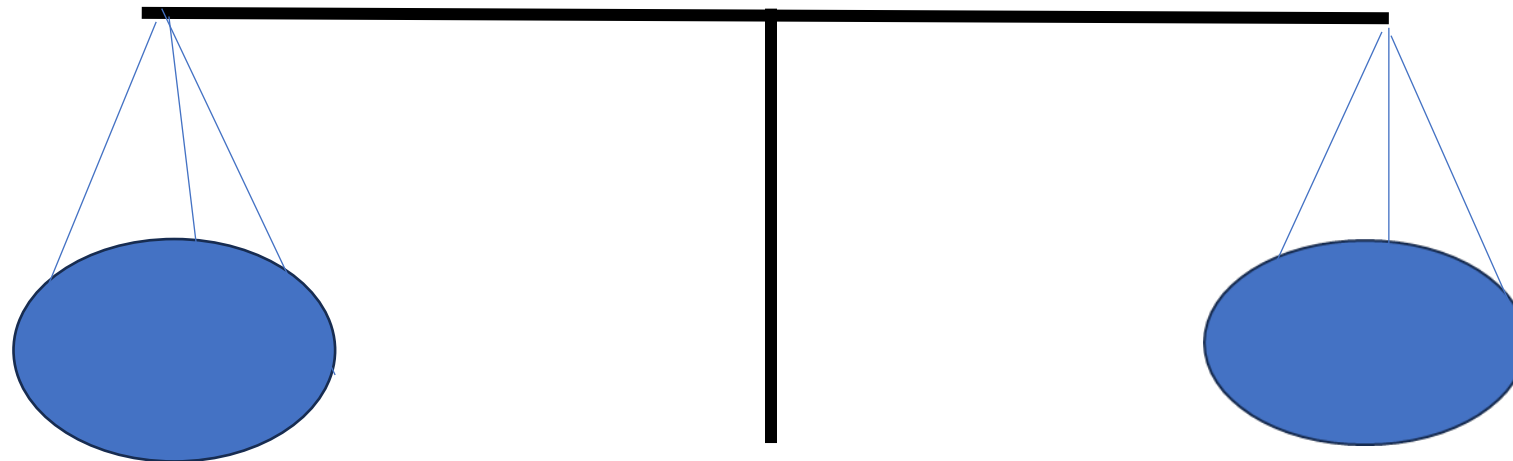




Einnahmen

Ausgaben

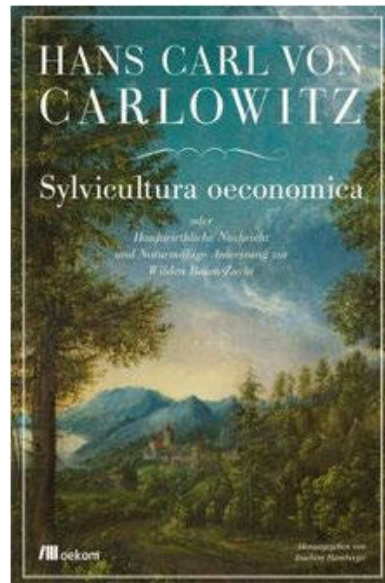




Einnahmen

Ausgaben

- Der sächsischen Oberberghauptmann Hans Carl von Carlowitz gilt als Schöpfer des Begriffs "Nachhaltigkeit". Vor mehr als 300 Jahren schrieb er die Idee des nachhaltigen Umgangs mit Rohstoffen nieder.



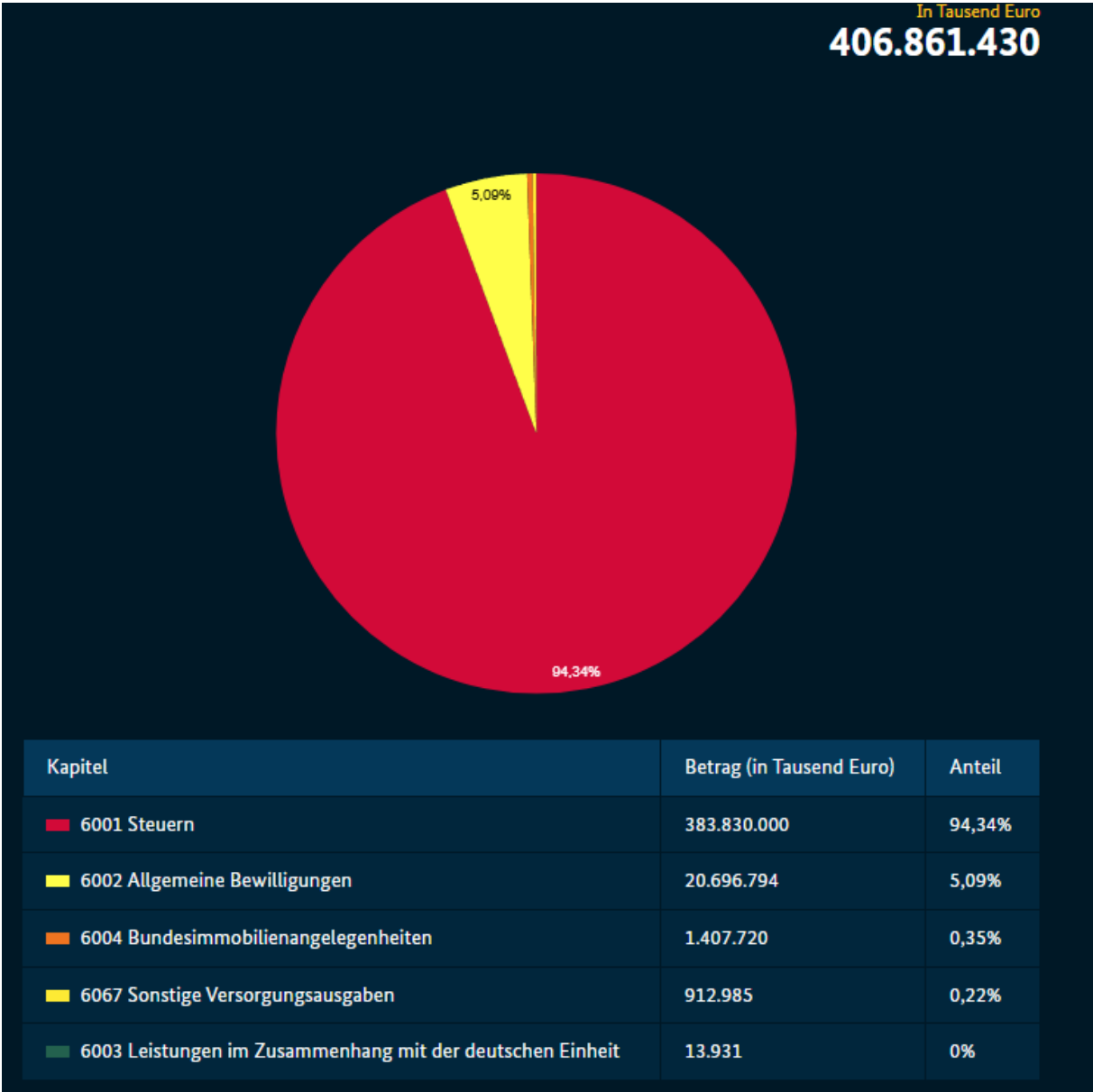
**Auf eine kurze Formel
gebracht: Man darf nicht mehr
Holz aus dem Wald
herausholen als nachwächst,
weil sonst der Wald
„aufgefressen“ wird**

3a) Einnahmen RegE 2026

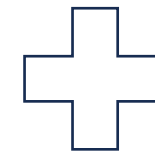
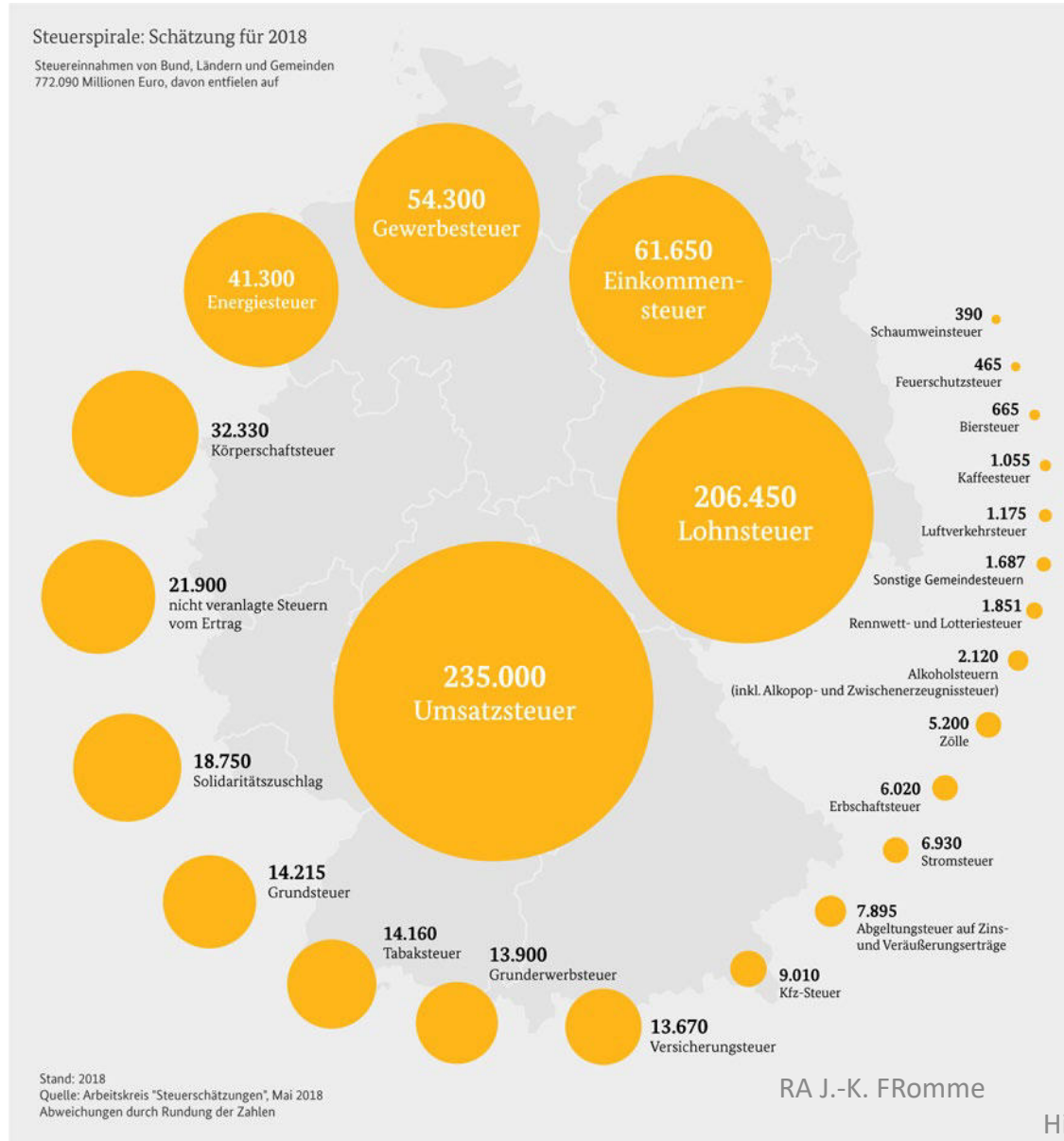


Einzelplan	Betrag (in Tausend Euro)	Anteil
60 Allgemeine Finanzverwaltung	406.861.430	78,17%
32 Bundesschuld	91.232.718	17,53%
12 Bundesministerium für Verkehr	14.668.711	2,82%
11 Bundesministerium für Arbeit und Soziales	1.481.721	0,28%
16 Bundesministerium für Umwelt, Klimaschutz, Naturschutz und nukleare Sicherheit	1.331.914	0,26%
09 Bundesministerium für Wirtschaft und Energie	894.003	0,17%
14 Bundesministerium der Verteidigung	800.000	0,15%
07 Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz	749.777	0,14%
23 Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung	678.966	0,13%
06 Bundesministerium des Innern	590.761	0,11%
17 Bundesministerium für Bildung, Familie, Senioren, Frauen und Jugend	279.671	0,05%
08 Bundesministerium der Finanzen	256.284	0,05%
05 Auswärtiges Amt	192.819	0,04%
25 Bundesministerium für Wohnen, Stadtentwicklung und Bauwesen	183.173	0,04%
10 Bundesministerium für Landwirtschaft, Ernährung und Heimat	110.915	0,02%
15 Bundesministerium für Gesundheit	106.163	0,02%
30 Bundesministerium für Forschung, Technologie und Raumfahrt	51.251	0,01%
02 Deutscher Bundestag	2.343	0%
04 Bundeskanzler und Bundeskanzleramt	2.302	0%

Einzelplan 60
Allgemeine Finanzverwaltung



Steuerspirale



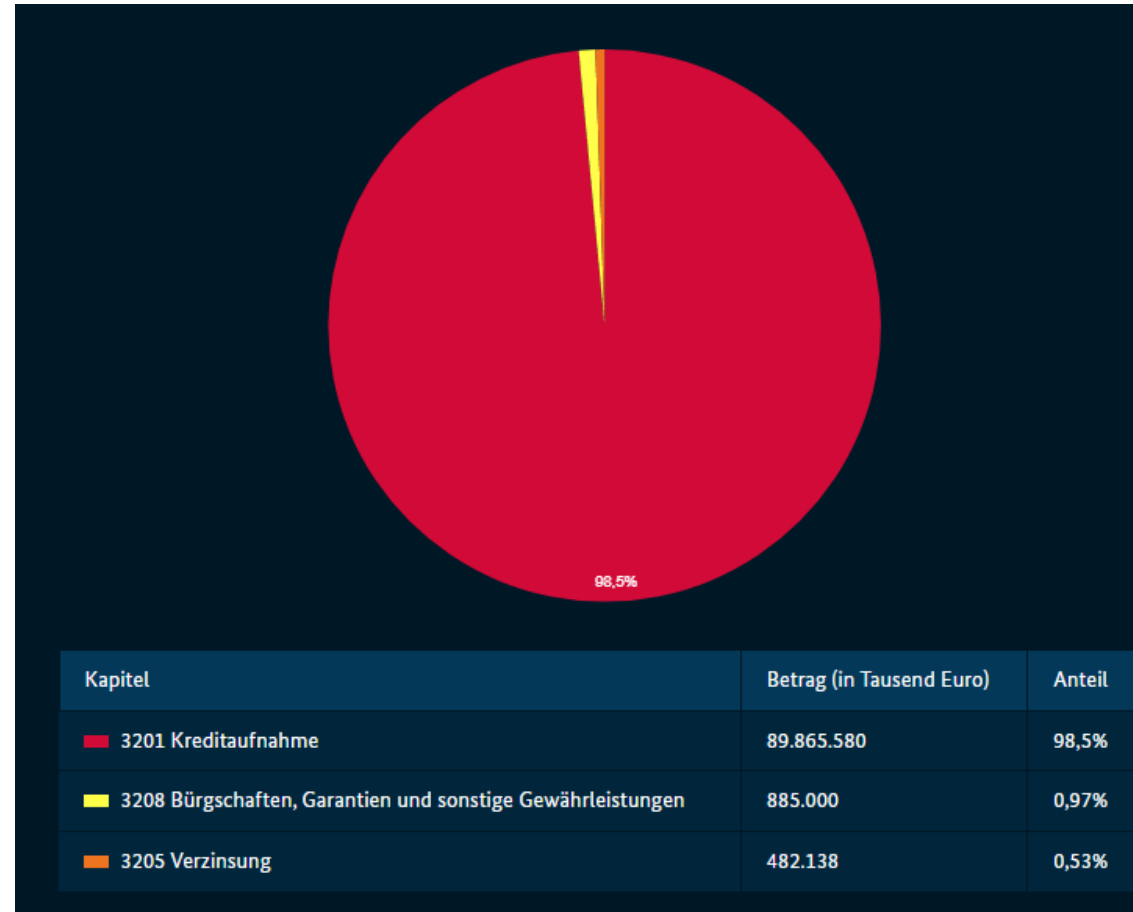
39,2 % der Lohnsumme zu zahlen 50:50 durch Arbeitgeber und Arbeitnehmer

14,6 Prozent in der Krankenversicherung
(ggf. differenzierte Zuschlag z. B. AOK 1,6 %),
18,6 Prozent in der Rentenversicherung,
3,4 Prozent in der Pflegeversicherung und
2,6 Prozent in der Arbeitslosenversicherung.

3b) Kredite

Bundesschuld

89,885 € Nettokreditaufnahme



Grenzen der Kreditaufnahme

- **Schuldenbremse** Art. 109 GG

0,35% vom BIP Bund [BIP 4.305.260 Mio.] und 0,35% vom BIP Länder in Summe [0,7%]

plus Verteidigungsausgaben über 1 vH und plus
Konjunkturkomponente (= atmende Schuldenbremse)

- **Maastricht-Kriterien**

- 3% vom BIP max 60 % Gesamtverschuldung 2025 ca. 62 %

- **Fiskalpakt** (Völkerrechtliche Vereinbarung)

0,5% vom BIP in Nettopreisen steigt auf 1,0 % wenn Verschuldung erheblich unter 60 % des BIP liegt

Was sind Kredite?

Ein Wirtschaftssubjekt (Gläubiger) verzichtet darauf, seine aktuelle Kaufkraft in Wirtschaftsgüter umzutauschen und überläßt sie vorübergehend einem anderen Wirtschaftssubjekt (Schuldner)

Folge:

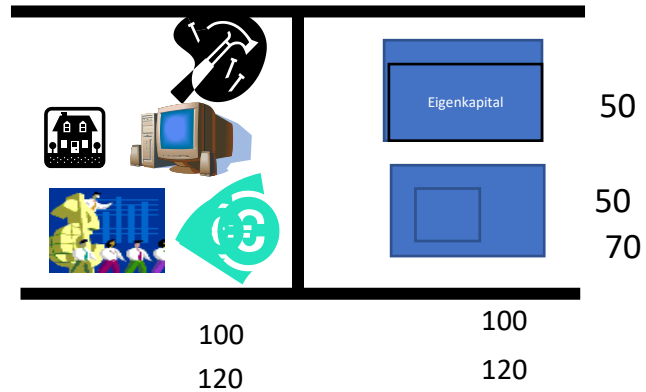
Das andere Wirtschaftsobjekt (Schuldner) verfügt *in diesem Augenblick* über zusätzliche Kaufkraft am Markt

Bilanzmäßig aber aktiv-passiv Mehrung

- **keine Veränderung der Vermögenslage**

Deshalb keine Vermehrung der Kaufkraft sondern nur Vorziehung auf einen anderen Zeitpunkt später Verminderung weil Rückzahlungsverpflichtung

Vermögenslage bei Schuldenaufnahme



Aktiv-passiv-Mehrung

Bedingung für die Überlassung

- **Zins als Preis für den Konsumverzicht**
- **Rückführung der ausgeliehenen Kaufkraft durch Tilgung**

- Der Preis für die Überlassung ist der Zins
 - beim Gläubiger bedeutet dies, er erhält für die Dauer des Verzichts einen Zufluß, einen Kaufkraftgewinn
eine aktiv-passiv-Mehrung
 - beim Schuldner bedeutet dies, er muß für die Dauer des Ausleihens einen Abfluß in Kauf nehmen, ein Kaufkraftverlust ist
eine aktiv-passiv-Minderung
 - bei der Rückzahlung erhält der Gläubiger eine Kaufkraftmehrung
ein Aktivtausch (Geld gegen Forderung)
 - bei der Rückzahlung erleidet der Schuldner einen Kaufkraftverlust
eine aktiv-passiv Minderung (Verpflichtung gegen Geld)

- Wenn Unternehmen Schulden aufnimmt, tut es das in der Erwartung, daß damit zusätzliche Umsätze erzielt werden können und die erzielbaren Erlöse höher sind als Zins und Tilgung und so zusätzliche Gewinne generiert werden können.
- Wenn der Staat etwas mit Krediten finanziert, dann entstehen dadurch in der Regel neue Folgekosten und keine zusätzlichen Erträge (anders bei staatlichen Betrieben Bsp. Müllabfuhr)

Beispiel: Neue Schule kreditfinanziert bedeutet neue laufende Kosten für Hausmeister, Heizung, Reinigung etc. Deshalb gibt es einen großen

Deshalb großer Unterschied zwischen staatlicher und betrieblicher Kreditfinanzierung

Folge der Schuldenaufnahme

Wenn das Wirtschaftssubjekt aus dem Einsatz der Kaufkraft keine zusätzlichen Zuflüsse generiert,

dann müssen Zins und Tilgung aus der „normalen“ künftigen Kaufkraft bedient werden, d. h. die zukünftige Kaufkraft sinkt

89,9 Mrd. €

Zins 3 % 2,697 Mrd. €

Tilgung 3,3 2.968 Mrd. €

Beispiel: Normaler Zufluß 70.000 p. a.

Darlehnsaufnahme 100.000 zu 5 % Zins und 1% Tilgung = 6.000 p.a.

5,664 Mrd. €

künftige Kaufkraft 64.000 = - 6.000 für die nächsten 36 Jahre

bei Annuitätendarlehn (üblich für Hypotheken) über 100.000 € bei 5 % Zinsen und 1 % Tilgung ergibt sich eine Laufzeit von Laufzeit ca. 36 Jahre und in dieser Zeit sind neben der Darlehnsrückführung 120.372 € an Zinsen aufzuwenden, also insgesamt ~~86.777~~ 220.372 €

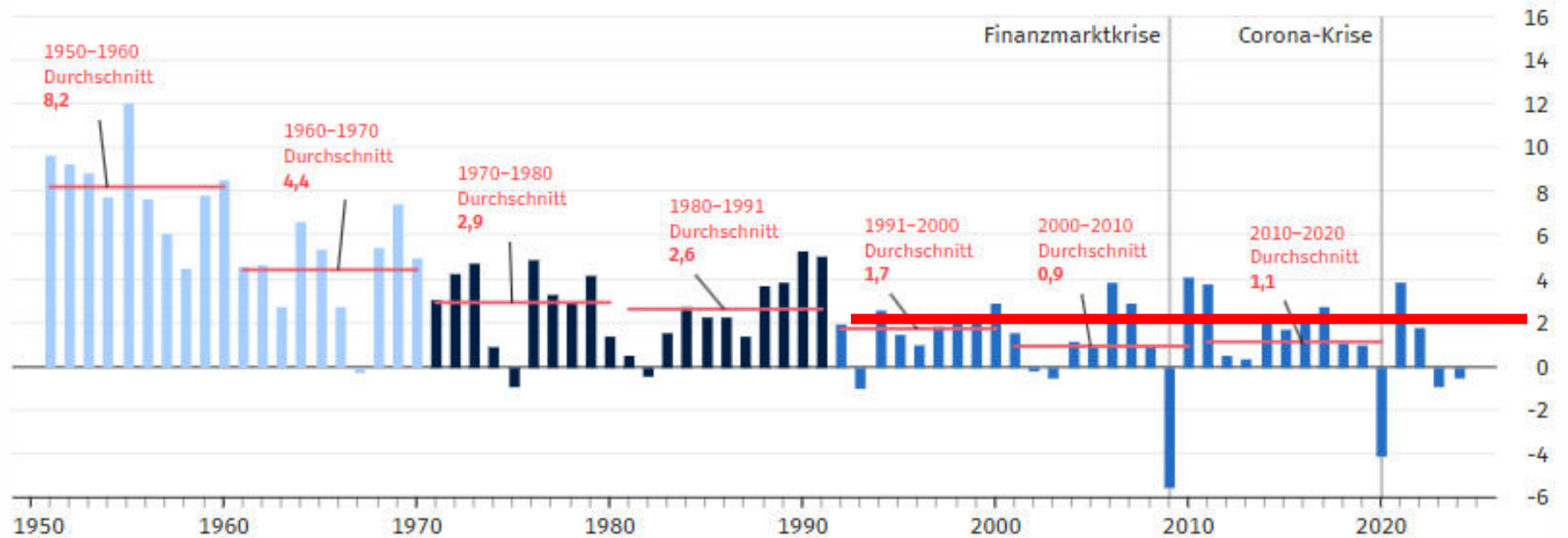
bei 2 % Tilgung sind es in 25 Jahren 79.773 € Zinsen insgesamt 179.773 € Kaufkraft (Berechnung siehe Anlage)

- Im Gegensatz zu Unternehmen, Gemeinden und **Privatleuten tilgen der Bund und die Länder** (Ausnahme Hessen und Hamburg) **nicht!**
- Deshalb bleiben die Schulden dauerhaft in der Bilanz, auch wenn die beschafften Güter längst verbraucht und untergegangen sind.
- Zinszahlungen gleichen einer unbefristeten Rentenzahlung
- Der „Altschuldensockel des Bundes betrug am 31.12.2024 1,6 Billionen € bei 3% jährlich 48 Mrd. € Zinsen

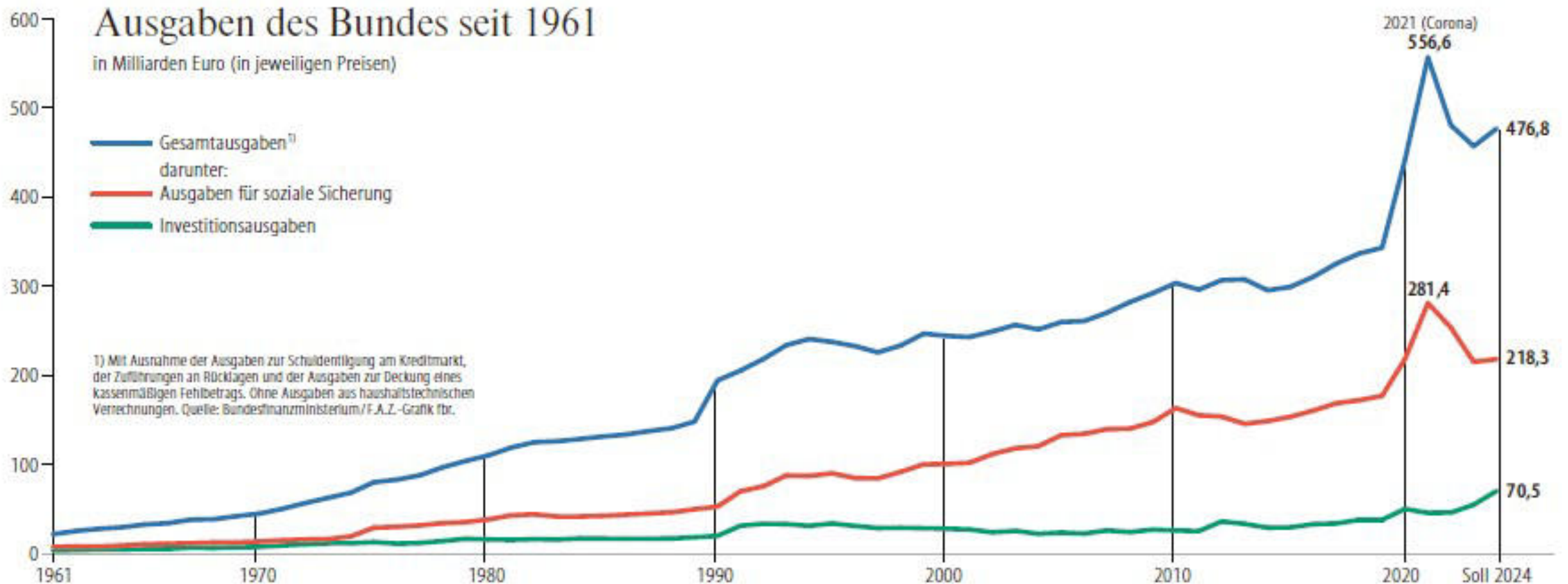
Wachstumsraten in Deutschland

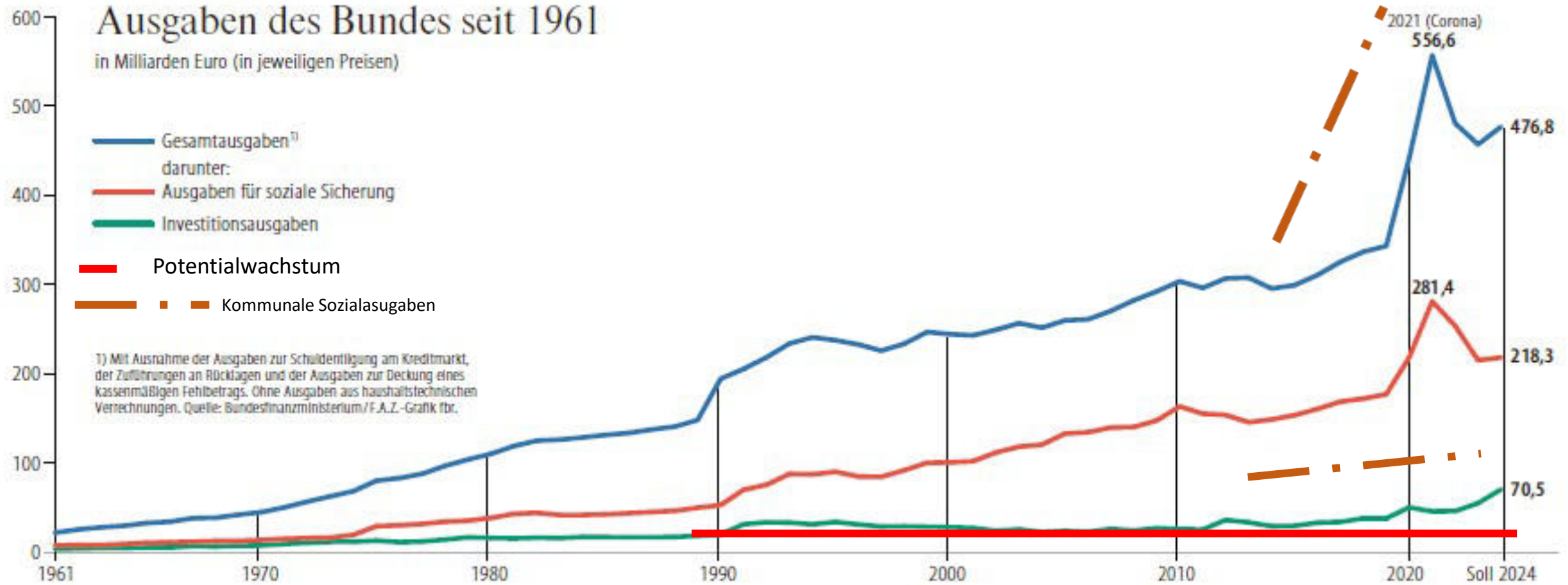
Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandsprodukt preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



© Statistisches Bundesamt (Destatis), 2025



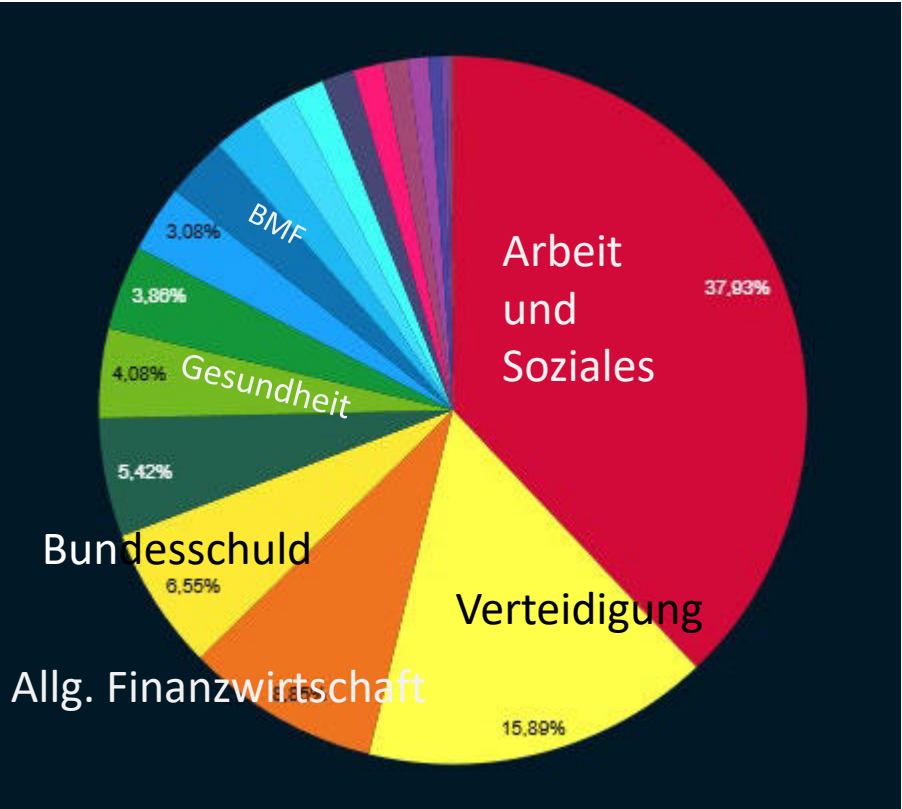


Forderung neue Schulden

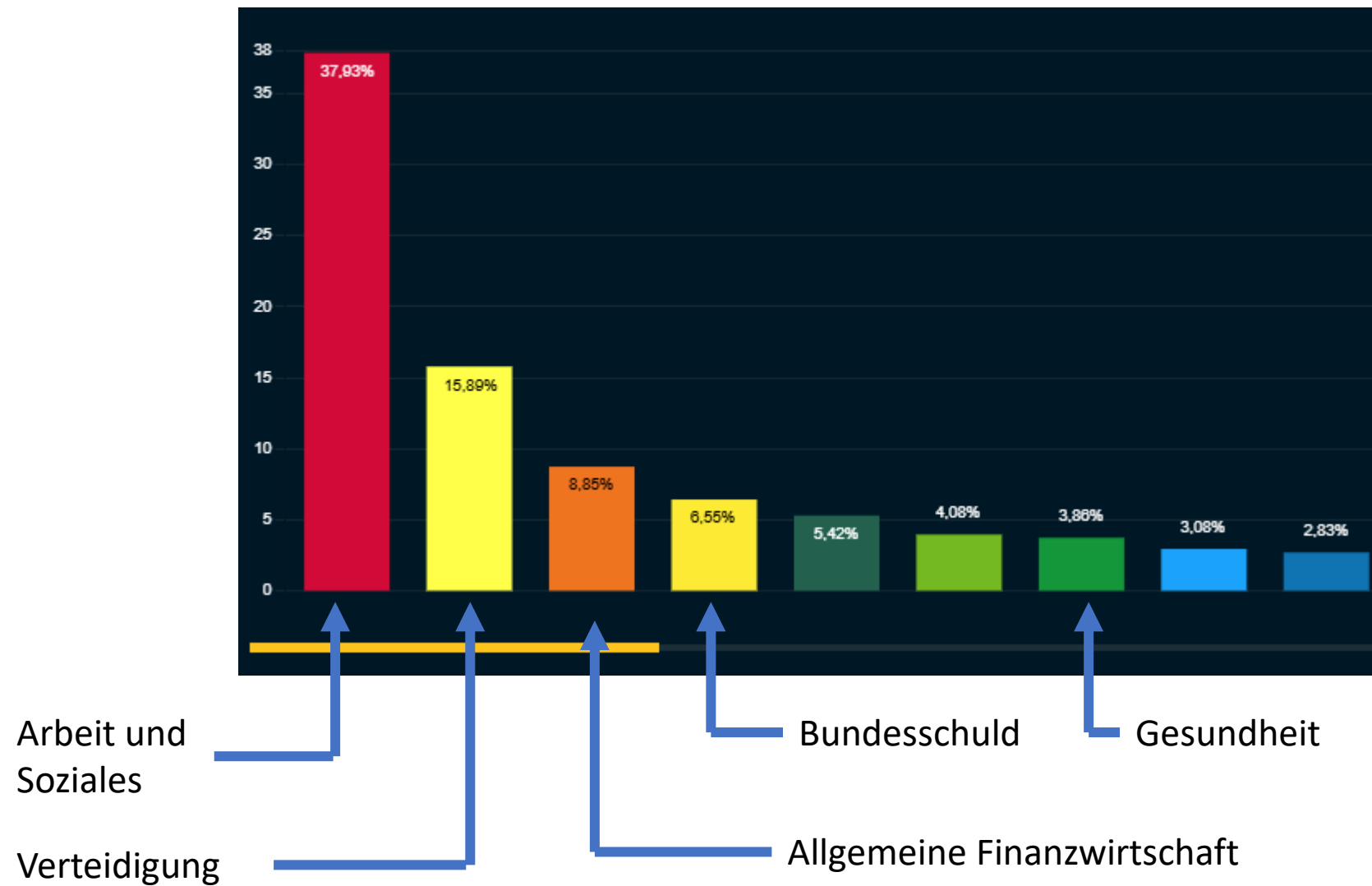
- In der öffentlichen Diskussion besteht der Irrtum, Investitionen können immer mit Krediten finanziert werden, weil dadurch „Zukunftswerte“ geschaffen werden
- Jede Investition wird im Verlaufe ihrer Nutzung zum Konsumgut und **verbraucht**.
- Deshalb Finanzierung der Abschreibung mit laufenden Einnahmen, nur das ist nachhaltig und generationengerecht!
- Hinweis: Lars Feld „Auswirkungen der Schuldenbremse“
- Verwaltung und Wirtschaft können nicht verarbeiten (2025)
Haushaltsreste 76 Mrd. €, allein BMV 7,6 Mrd.
- Gefahr geht in die Preise

- Dies ist eigentlich im GG durch das auf Zeit begrenzte Mandat angelegt und wird durch ein Urteil des BVerfG vom März 2021 an Bedeutung gewinnen.

4) Ausgaben RegE 2026

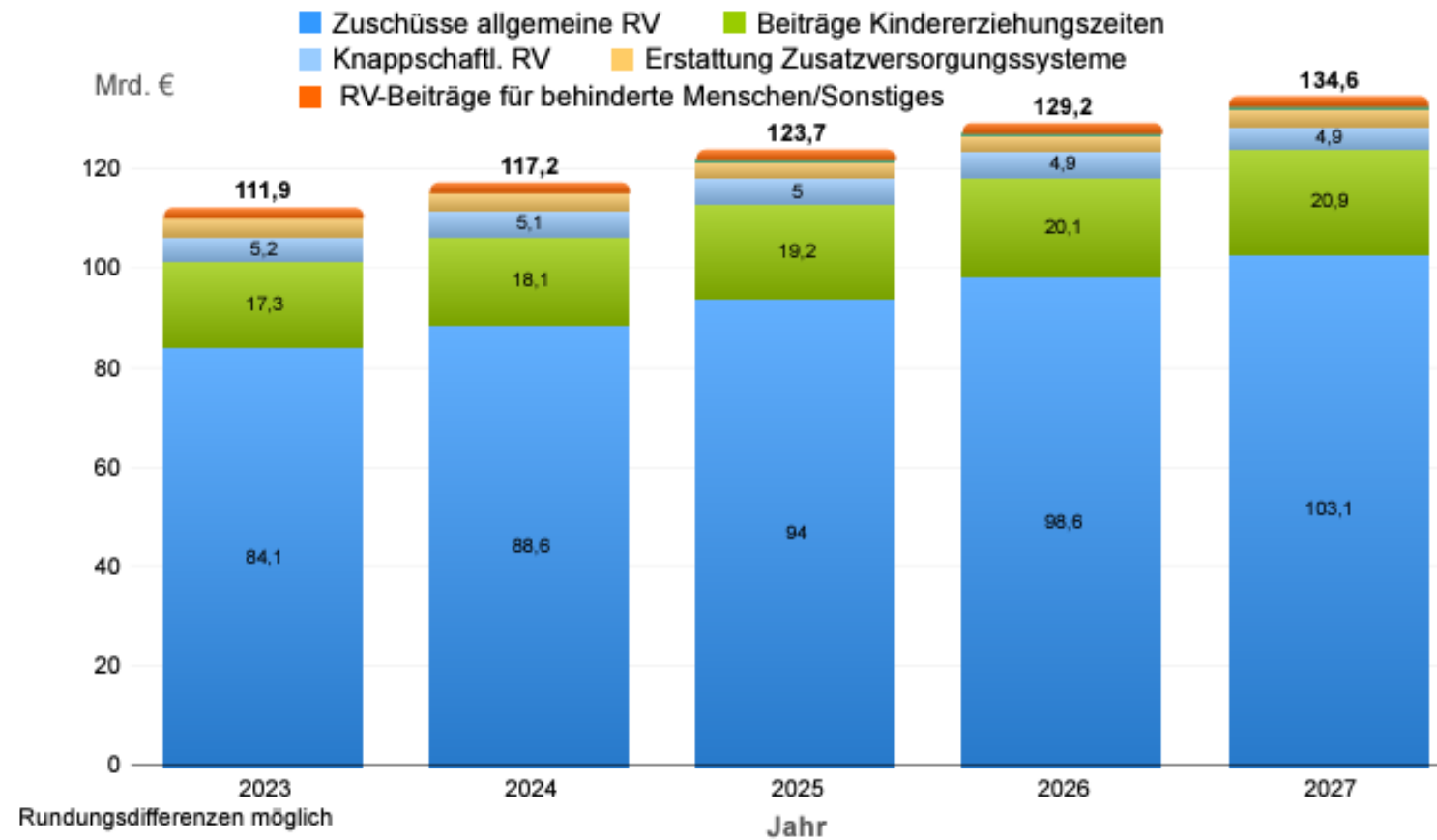


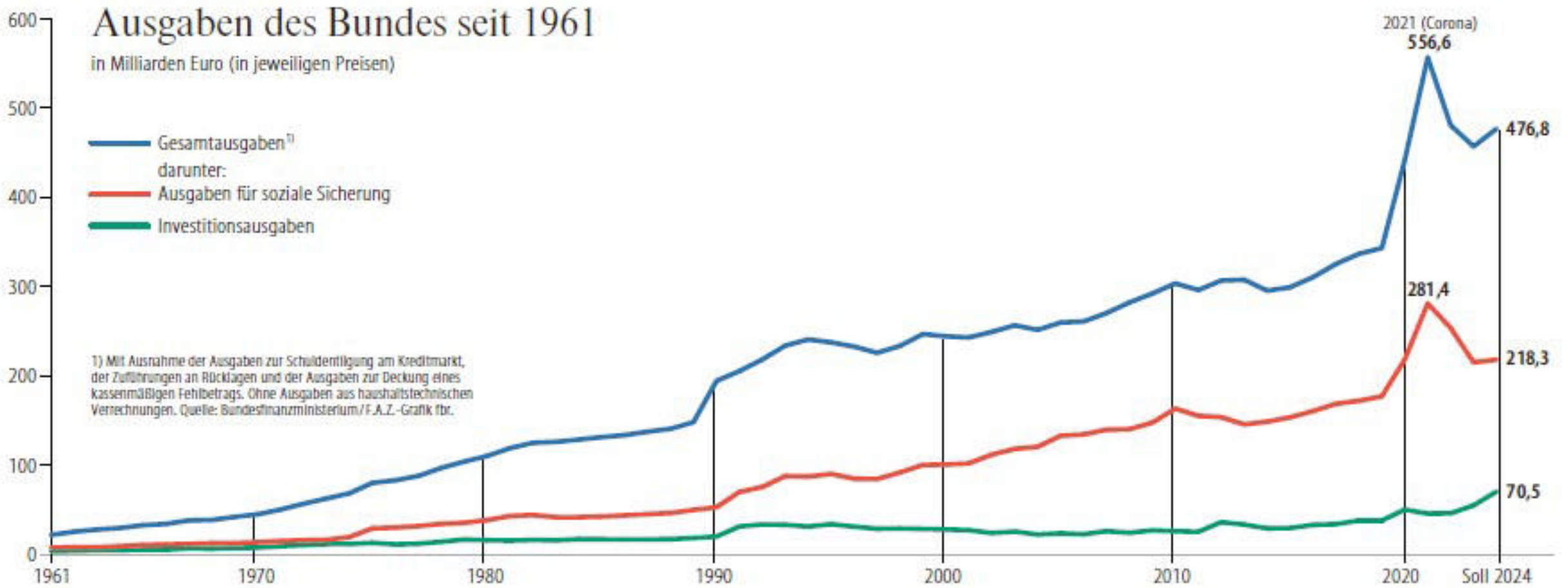
Einzelplan	Betrag (in Tausend Euro)	Anteil
11 Bundesministerium für Arbeit und Soziales	197.407.131	37,93%
14 Bundesministerium der Verteidigung	82.687.437	15,89%
60 Allgemeine Finanzverwaltung	46.073.329	8,85%
32 Bundesschuld	34.080.712	6,55%
12 Bundesministerium für Verkehr	28.219.674	5,42%
30 Bundesministerium für Forschung, Technologie und Raumfahrt	21.258.995	4,08%
15 Bundesministerium für Gesundheit	20.088.787	3,86%
06 Bundesministerium des Innern	16.011.773	3,08%
17 Bundesministerium für Bildung, Familie, Senioren, Frauen und Jugend	14.718.901	2,83%
08 Bundesministerium der Finanzen	10.777.901	2,07%
23 Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung	9.944.724	1,91%
09 Bundesministerium für Wirtschaft und Energie	7.973.203	1,53%
25 Bundesministerium für Wohnen, Stadtentwicklung und Bauwesen	7.595.547	1,46%
10 Bundesministerium für Landwirtschaft, Ernährung und Heimat	6.986.900	1,34%
05 Auswärtiges Amt	6.059.130	1,16%
04 Bundeskanzler und Bundeskanzleramt	4.897.874	0,94%
16 Bundesministerium für Umwelt, Klimaschutz, Naturschutz und nukleare Sicherheit	2.853.650	0,55%
02 Deutscher Bundestag	1.253.110	0,24%
07 Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz	1.163.043	0,22%



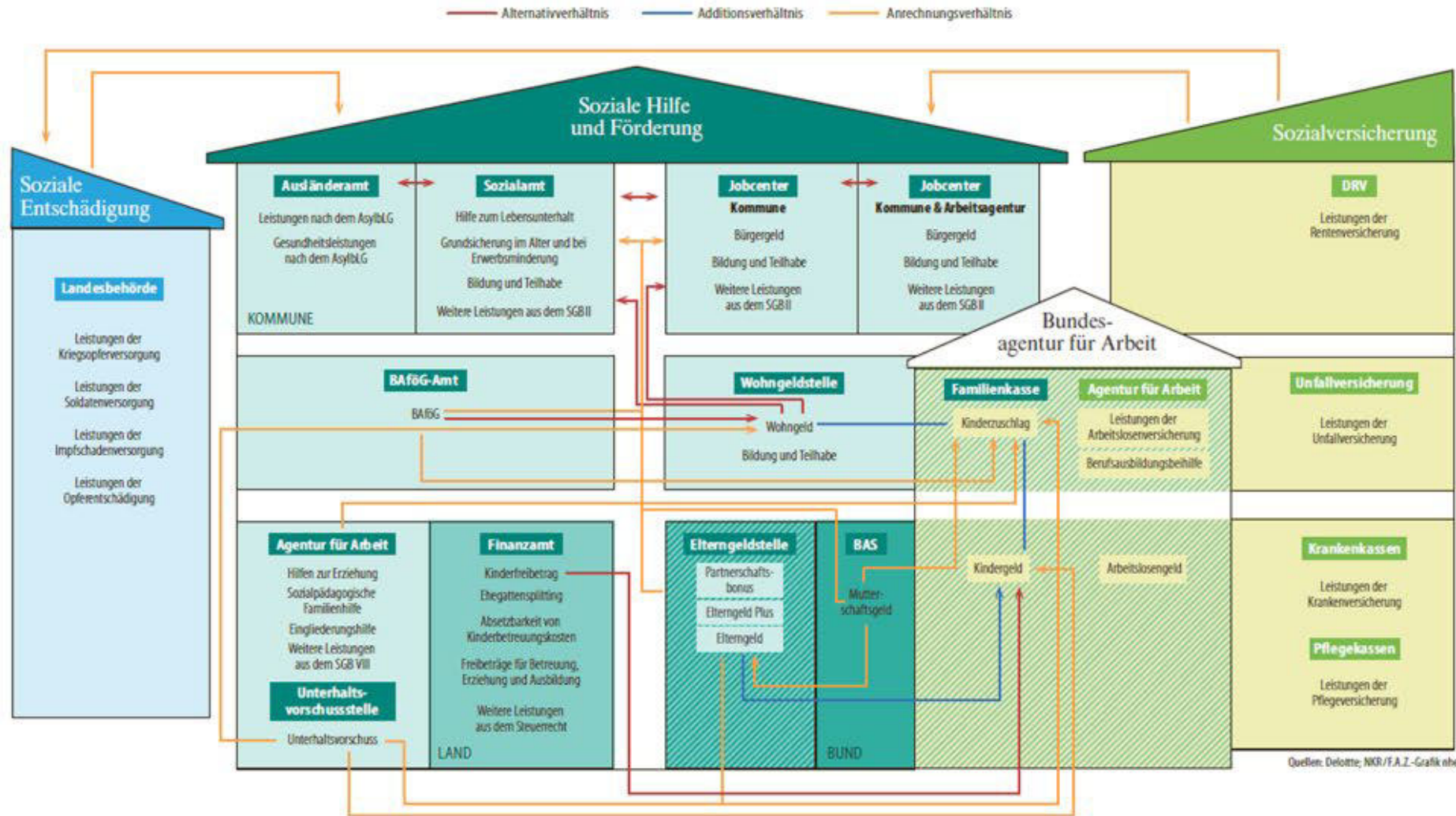
Arbeit und Soziales

Entwicklung der Rentenversicherungsleistungen des Bundes 2023 bis 2027





Sozialleistungen im Überblick



Quelle FAZ vom 26.03.2024

Verteidigung

- Problem nach 1990 „von Freunden umzingelt“ Abbau Verteidigungsbereitschaft als „Friedensdividende“ konsumiert
- Überfall Rußland auf Ukraine macht deutlich veränderte Bedrohungslage
- „Es kann der frömmste nicht im Frieden leben, wenn es dem bösen Nachbarn nicht gefällt“
- und leider bestimmt der Nachbar den Preis

Allgemeine Finanzwirtschaft

Beispielsweise:

1. Unterstützung Ukraine (BMVg).....	5 444 616
2. Ertüchtigungsinitiative der Bundesregierung (EIBReg) Ukraine – Anteil BMVg.....	515 808
3. Ertüchtigungsinitiative der Bundesregierung (EIBReg) Ukraine Anteil AA....	60 000
4. Wiederbeschaffung (BMVg).....	1 812 749
5. European Peace Facility (EPF) Ukraine.....	.. 688 626
6. Behandlung ukrainischer Soldaten (BMG)...	25 000
Zusammen.....	8 546 799

Bundesschuld

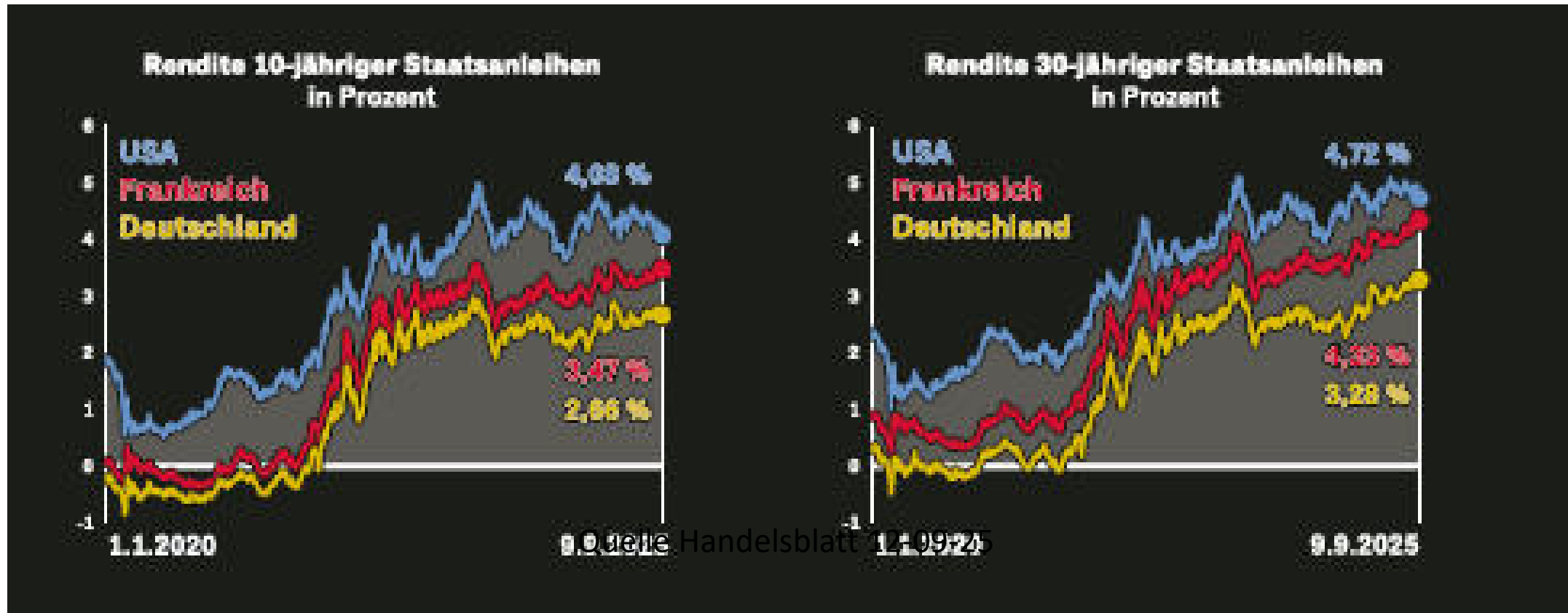
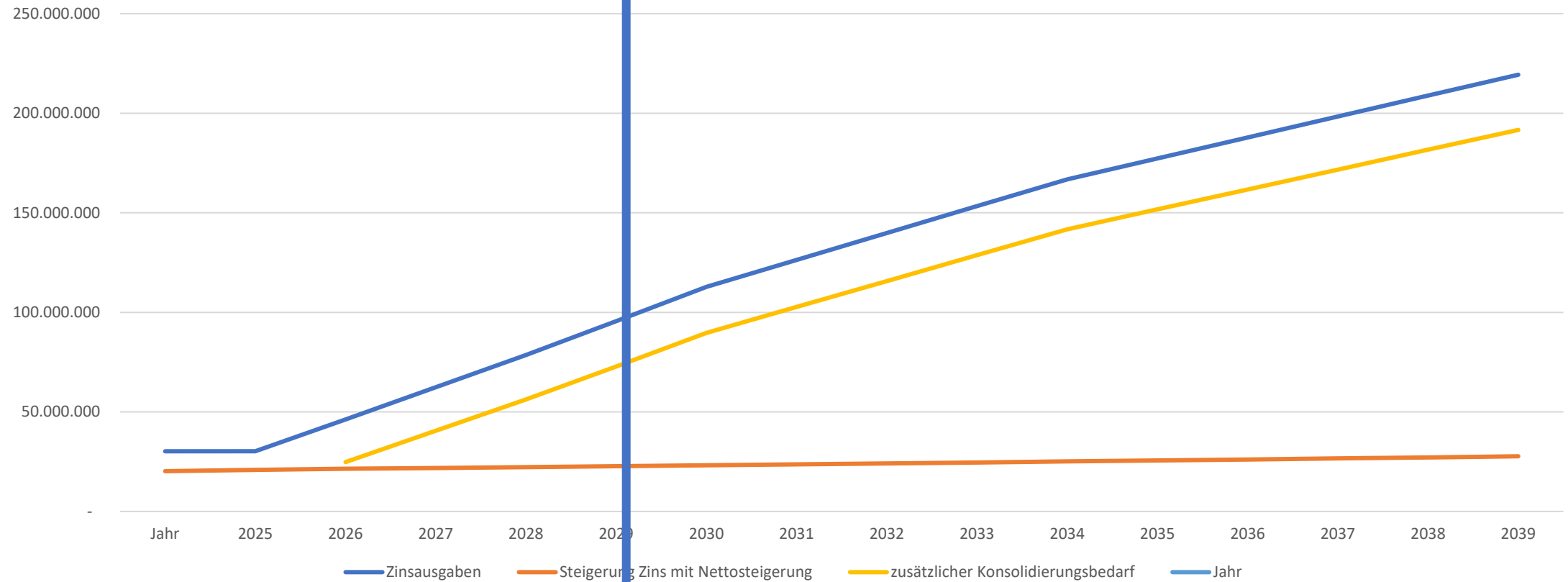


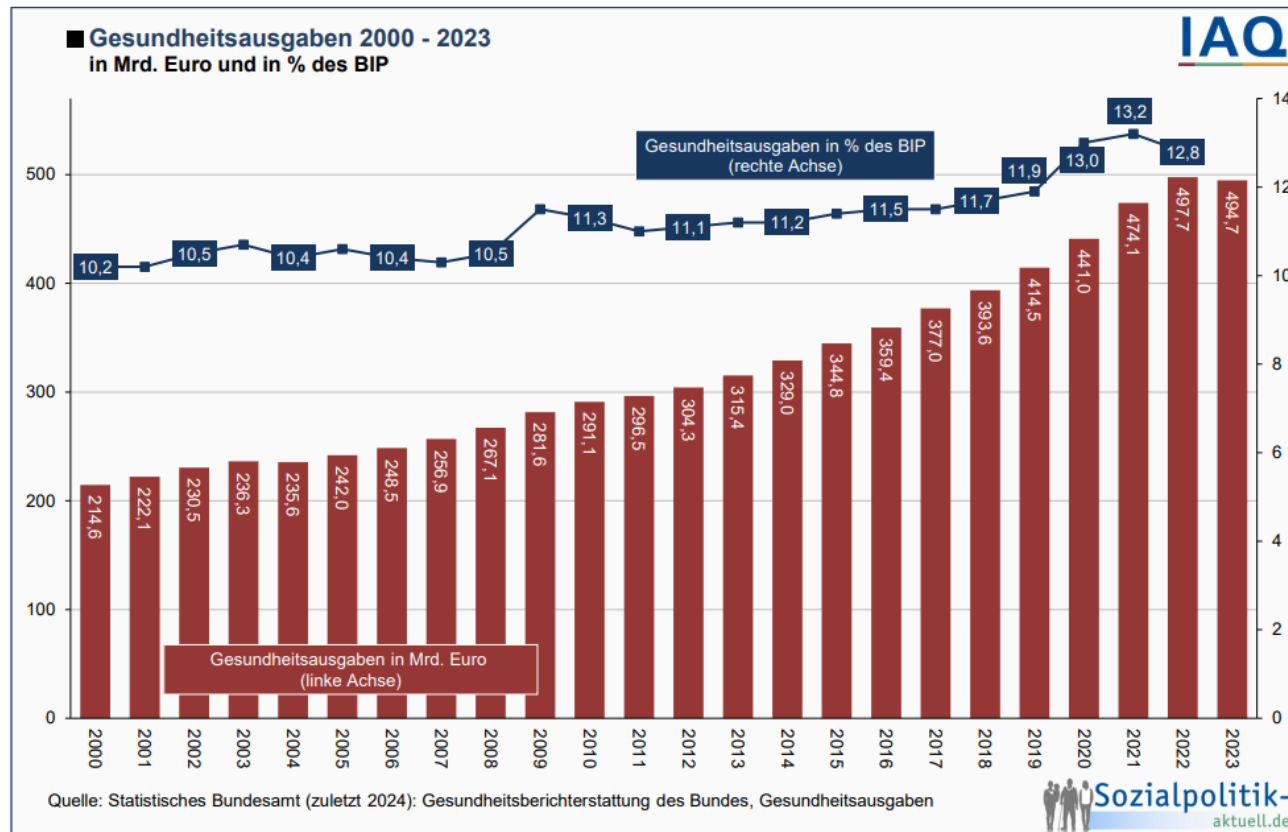
Abbildung in der Finanzplanung

Konsolidierungsbedarf aus Zinsentwicklung



Gesundheitswesen

Die Kosten im deutschen Gesundheitswesen sind in den Jahren von 2015 bis 2023 deutlich gestiegen, was sich in den gesamten Krankheitskosten von 491,6 Milliarden Euro im Jahr 2023 widerspiegelt, verglichen mit 337,1 Milliarden Euro im Jahr 2015.



Globale Minderausgabe

Drucksache 21/ 600

- 66 -

Deutscher Bundestag - 21. Wahlperiode



Übersichten - Teil I: Gruppierungsübersicht

A. Gliederung der Einnahmen und Ausgaben nach Einnahme- und Ausgabegruppen

Gruppe/Bezeichnung		2026	2025
		1 000 €	
1		2	3
85	Darlehen an öffentlichen Bereich.....	7 600 000	5 147 000
853	Darlehen an Gemeinden und Gemeindeverbände.....	-	-
854	Darlehen an Sondervermögen.....	-	-
856	Darlehen an Sozialversicherungsträger sowie an die Bundesagentur für Arbeit.....	7 600 000	5 147 000
9	Besondere Finanzierungsausgaben.....	-8 387 435	-5 703 780
91	Zuführungen an Rücklagen, Fonds und Stöcke.....	-	-
915	Zuführungen an Konjunkturausgleichsrücklage.....	-	-
97	Globale Mehr- und Minderausgaben.....	-8 387 435	-5 703 780
971	Globale Mehrausgaben.....	1 045 469	900 000
972	Globale Minderausgaben.....	<u>-9 432 904</u>	-6 603 780
98	Haushaltstechnische Verrechnungen.....	-	-
981	Verrechnungen zwischen Kapiteln.....	-	-
982	Durchlaufende Posten.....	-	-
	Gesamtausgaben.....	520 475 593	503 006 410

Bisherige
Praxis 1 %
5 Mrd. €

Literaturhinweis Schmidt, Die globale Minderausgabe, in: DöV 2025,16 ff

d) Sondervermögen

Sondervermögen sind vom Bundeshaushalt abgesonderte Teile des Bundesvermögens mit eigener Wirtschaftsführung, die auf gesetzlicher Grundlage errichtet werden und einzelne Aufgaben des Bundes erfüllen sollen.

Beispiele:

- Bundesbahnvermögen
- ERP-Sondervermögen
- Kommunalinvestitionsförderungsfonds
- Aufbauhilfe (Hochwasser)
- Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF)
- Bundeswehr
- (KTF) Klima- und Transformationsfonds
 - Infrastruktur

Weitere Hinweise <https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/sondervermoegen-doku-1106000>

Probleme Sondervermögen

- Einheit des Haushaltes – Transparenz – erfordert eine Konzernbilanz über den Zeitraum der Finanzplanung hinaus
- Wechselwirkung zum Haushalt nur über Zeitraum der Finanzplanung (25- 29) erkennbar
- Umgehung Schuldenbremse

IV. Lösungsmöglichkeiten

Ein- und Ausgaben müssen in Übereinklang gebracht werden

- Kürzung der Ausgaben

Der Knüppel bleibt an den Hund gebunden:

Man kann auf Dauer nicht mehr ausgeben, als man erwirtschaftet

Kredite schaffen keine zusätzliche Kaufkraft! Im Gegenteil: mindern die Kaufkraft durch Zins

Alle laufenden Staatsausgaben einschließlich der Verteidigung müssen aus laufenden Einnahmen – Steuern – finanziert werden.

Kreditfinanzierte Maßnahmen müssen über Abschreibungen im Laufe ihrer Nutzungsdauer aus ordentlichen Einnahmen finanziert werden. Daraus kann und muß die Tilgung finanziert werden

Lösung

Politik muss wieder das tun, wozu sie da ist

Prioritäten setzen.

Es geht um die Frage: Den Sozialstaat weiter auspolstern oder sich um Sicherheit und Infrastruktur sowie die Transformation in die kohlenstofffreie Gesellschaft zu kümmern.

Die Reihenfolge ist bewusst gewählt.

Dazu muss eine Staatsreform mit Entflechtung der Zuständigkeiten, Sicht- und Fühlbarmachung von Verantwortung und einem Abbau des Misstrauens gegenüber den Menschen und Betrieben verbunden mit einem nachhaltigem Bürokratieabbau kommen.

- Wir sind leider nicht in der Haushaltsberatung und der Zeitrahmen ist beschränkt, so daß für die Diskussion von Einzelmaßnahmen kein Raum ist.
- Es wäre aber unglaublich konkret Vorschläge auszulassen. Ich habe sie. Aus Zeitgründen verweise ich auf meine homepage

www-jkf.de/vorträge/Vorschläge zum strukturelle Ausgleich Bundeshaushalt

Finanzpolitik 80iger Jahre

„Ich will die Steuer- und Finanzpolitik der 80er Jahre nur in wenigen Strichen nachzeichnen. Außer Frage steht, dass die Jahre bis 1989 ungewöhnlich erfolgreich waren. Die **Staatsquote** wurde von **über 50** Prozent auf knapp über **45** Prozent zurückgeführt, die **Steuerquote** sank von **24** Prozent auf **22,7** Prozent und die **Abgabenquote** von **über 40** Prozent auf rund **38 Prozent**. Bei sinkenden Inflationsraten betrug das reale Wirtschaftswachstum rund 3 Prozent im Jahresdurchschnitt, was sich auf dem Arbeitsmarkt in Form eines Beschäftigungsgewinns von etwa drei Millionen Arbeitsplätzen auswirkte.“

Wolfgang Schäuble, in: Gerhard Stoltenberg – ein großer Politiker und sein Vermächtnis,

Herausgeber KAS, 2002, Seite 17

Heute 215 Mrd €

Agenda 2010

- In den Nuller-Jahre Agenda 2010 von Gerhard Schröder vergleichbare Aktion von Senkung der Staatsausgaben und konjunkturellen Anreizen

Danke für die Aufmerksamkeit

Hinweis, dass Folien zum Nachlesen nach Veranstaltung
unter www.business4school.de/downloads + Passwort
abrufbar sind unter der Maßgabe
„keine Weitergabe an Dritte“.

Homepage
www.jkf.de/Vorträge

Finanzpolitik

DIE TOLLKÜHNE SCHULDENWETTE

Wachstumsschwach, reformträge, innovationsmüde – das Einzige, was in vielen westlichen Industrieländern noch wächst, ist die Staatsverschuldung. Doch die steigenden Zinsen gefährden zunehmend das System.



Jakob Blume, Astrid Dörner, Martin Greive, Jan Hildebrand, Moritz Koch, Jens Münchrath, Torsten Riecke, Carsten Volkery Frankfurt, New York, Berlin, Düsseldorf, London, Brüssel

riedrich Merz lauscht zufrieden. Bei einem Besuch im Auswärtigen Amt am Montag wird er mit Lob überschüttet. „In den ersten 125 Tagen im Amt haben Sie, Herr Bundeskanzler, ein ungeheures, ich denke beispielloses Reiseprogramm absolviert“, flötet sein CDU-Parteifreund, Außenminister Johann Wadephul. Nicht überall wird der Regierungschef derzeit so freundlich empfangen.

Merz hatte eine Wirtschaftswende versprochen. Aber die kommt in Trippelschritten, wenn überhaupt. Als seinen größten Erfolg verbucht der Kanzler inzwischen eine Entscheidung, die er als Oppositionsführer lange bekämpft hat: die Aufnahme von Rekordschulden. Im Auswärtigen Amt sagt Merz: „Wir haben im Frühjahr im Deutschen Bundestag das Grundgesetz geändert, um in dieser historischen Situation, gegenüber dieser historischen Herausforderung, die notwendigen Mittel für unsere Verteidigungsausgaben aufzubringen.“

Gerade bei Deutschlands Bündnispartnern ist die Erleichterung groß, dass sich die drittgrößte Wirtschaftsmacht der Welt nicht länger wegduckt, sondern eine Führungsrolle beim Schutz Europas anstrebt. Doch unter Ökonomen wachsen die Zweifel, ob die Koalition mit den Krediten, die sie sich selbst bewilligt hat, verantwortungsvoll umgeht. Denn die Regierung genehmigt sich nicht nur unbegrenzte Rüstungsmilliarden, sie legt jenseits der Schuldenbremse auch ein 500 Milliarden Euro schweres Infrastrukturprogramm auf.

Deutschland befindet sich zumindest auf den ersten Blick in einer recht komfortablen Lage. Die Schuldenquote beträgt gerade einmal 64 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung (BIP). Das ist die Hälfte der Schuldenlast, die die USA oder Frankreich tragen müssen. Doch die Staatsschuld wird in den kommenden Jahren auch in Deutschland rasant ansteigen.

In allen wichtigen westlichen Industriestaaten gilt: Ob Finanzkrise, Eurokrise, Coronapandemie und jetzt der Krieg in der Ukraine – das Mittel der Wahl lautet stets neue Schulden. Und der Trend beschleunigt sich.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) rechnet damit, dass die weltweite Staatsverschuldung gemessen am globalen BIP in diesem Jahr um weitere 2,8 Prozentpunkte auf 95,1 Prozent steigen wird. Ende des Jahrzehnts werde die weltweite Staatsverschuldung 100 Prozent des BIP erreichen „und damit den Höchststand während der Pandemie übertreffen“.

Und das ist die Prognose, die eine normale Entwicklung unterstellt. Der IWF rechnet auch ein Negativszenario durch. Demnach könnte die weltweite Staatsverschuldung schon bis 2027 auf rund 117 Prozent steigen und damit „ein seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr gesehenes Niveau“ erreichen.

„Die öffentlichen Finanzen waren bereits angespannt, und die Verschuldung war in vielen Ländern hoch“, heißt es im jüngsten „Fiscal Monitor“ des Währungsfonds. Nun kämen weitere Risiken hinzu: Zollkonflikte, steigende Renditen auf Staatsanleihen in großen Volkswirtschaften, höhere Risikoauflage für Schwellenländer und zunehmende Rüstungsausgaben insbesondere in Europa.

Der Industriestaatenklub OECD schätzt in seinem „Global Debt Report“, dass die Industrieländer in diesem Jahr Staatsanleihen im Wert von 17 Billionen US-Dollar herausgeben werden, „ein Rekordwert“. Und auch die Kreditaufnahme der Entwicklungs- und Schwellenländer ist kräftig gestiegen, von rund einer Billion Dollar im Jahr 2007 auf drei Billionen im vergangenen Jahr.

Die hohe Kapitalnachfrage lässt die Zinsen auf Staatsanleihen steigen. Der durch die zusätzlichen Ausgaben erhoffte Wachstumsschub bleibt hingegen vielerorts aus. Folge: Die Zinskosten nehmen einen immer höheren Anteil an den Staatsausgaben ein und machen ausgeglichene Haushalte nahezu unmöglich. Harvard-Ökonom Kenneth Rogoff prophezeit, dass dieses gefährliche Gemisch bei weiter steigenden Kapitalmarktzinsen in einem „Finanzkollaps“ zu münden könnte, mindestens aber in einer „großen amerikanischen Schuldenkrise in spätestens vier bis fünf Jahren“.

Auch US-Investor Ray Dalio warnt vor einer „neuen Finanzkrise“, ausgehend von den USA, wo der Staat zwei Billionen Dollar jährlich mehr ausbebe, als er einnehme. Im Interview mit der „Financial Times“ warnte der Gründer des weltgrößten Hedge-

fonds Bridgewater vor einem „finanziellen Herzinfarkt“.

In den USA kursieren bereits Szenarien, wie sich die Regierung von US-Präsident Donald Trump auf unorthodoxe Weise des Schuldenproblems entledigen könnte: Entweder indem sie die Notenbank zwingt, den Leitzins künstlich niedrig zu halten. Oder indem sie ausländische Gläubiger durch politischen Druck dazu bewegt, ihre US-Staatsanleihen in nicht verzinsliche „Jahrhundert-Bonds“ mit extrem langen Laufzeiten umzutauschen.

Kapitel I: Die Finanzmärkte zeigen sich alarmiert

„Ich glaube nicht, dass das nur ein Aufflackern ist“, sagte der Chef der Deutschen Bank mit ernster Miene auf dem Handelsblatt Banken-Gipfel in der vergangenen Woche. Die Lage am Anleihemarkt ist für Christian Sewing ein Spiegelbild der aktuellen Lage, „der politischen Unsicherheit, der fehlenden Reformen und der steigenden Verschuldung“.

In den Tagen zuvor waren die Kurse lang laufender Staatsanleihen europaweit ins Rutschen geraten, die Renditen stiegen im Gegenzug auf Höchststände, wie sie teils seit Jahrzehnten nicht mehr erreicht worden waren.

„Ich bin mir recht sicher, dass wir noch den einen oder anderen Liz-Truss-Moment erleben werden“, warnte auch DZ-Bank-Chef Cornelius Riese. Die britische Premierministerin musste 2022 nach nur sechs Wochen im Amt zurücktreten, nachdem ihre unsolide Haushaltspolitik einen Zinsschock ausgelöst hatte.

Selten hat sich der Blick auf das Thema Staatsverschuldung an den Anleihemärkten so schnell und so gravierend gewandelt. Die Regierungskrise in Frankreich hat die Rendite 30-jähriger französischer Staatsanleihen auf bis zu 4,52 Prozent steigen lassen, das ist der höchste Stand seit 14 Jahren. Spekulationen über einen möglichen Rücktritt der britischen Finanzministerin Rachel Reeves ließen die 30-jährige britische Staatsanleihe auf 5,58 Prozent steigen, so hoch wie zuletzt 1998. Und in Japan markierte die Rendite der 30-jährigen Staatsanleihe Anfang September mit 3,20 Prozent sogar den höchsten Stand seit Beginn der Datenaufzeichnung.



Der Ökonom Martin Lück, Gründer der Investorenberatung Macro Monkey und langjähriger Chefstrategie von Blackrock in Deutschland, beobachtet, „dass die Anleiheinvestoren häufig die feineren Antennen für die Risiken an den Finanzmärkten haben“. Schulden würden von Investoren nicht per se als negativ eingeschätzt, sagt Lück. Das Ziel sei immer, das Wachstum anzukurbeln und so aus den Staatsschulden herauszuwachsen. „Nur wenn das sichtbar nicht funktioniert, verlangen die Märkte eine höhere Risikoprämie.“

Ein besonderes Augenmerk der Anleiheinvestoren liegt dieser Tage auf der sogenannten Zinsstrukturkurve. Diese erhält man, wenn man die Renditen von Staatsanleihen eines Landes über alle ausstehenden Laufzeiten hinweg zu einer Kurve verbindet.

In den vergangenen Monaten wurden die Zinskurven in vielen Ländern steiler: Während die Renditen am kurzen Ende fielen, weil Notenbanken wie die Federal Reserve (Fed) oder die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen senkten, verharren die Renditen am langen Ende der Zinskurve auf hohem Niveau. Beat Thoma, Chief Investment Officer beim Schweizer Vermögensverwalter Fisch Asset Management, sieht darin ein Zeichen, „dass die Investoren Zweifel an der Stabilität der Staatsfinanzen haben“.

Sorgen um die Schuldentragfähigkeit spiegeln sich normalerweise am stärksten bei lang laufenden Bonds. Deshalb reagierten bei den Turbulenzen Anfang vergangener Woche auch die Renditen 30-jähriger Staatsanleihen am stärksten. Thoma erwartet, dass die Renditen lang laufender Bonds auf dem höheren Niveau verbleiben und von dort aus weiter steigen könnten.

„Neben dem Niveau spielt für Anleger auch die Geschwindigkeit der Veränderung eine Rolle“, ergänzt Lück. Wie schnell die Renditen steigen, sei aus Investorensicht oft wichtiger als das absolute Niveau. Darüber hinaus sei wichtig, welche Möglichkeiten Politik und Notenbank haben, etwa im Fall einer Rezession einzugreifen, um die Folgen abzufedern. „Wenn alles zusammenkommt“, also hohe, schnell steigende Anleiherenditen und eine machtlose Fiskal- und Geldpolitik, „dann wächst die Gefahr einer Marktverwerfung bis hin zur Finanzkrise“, betont Lück. „Die sehe ich noch nicht – aber es gibt erste Warnzeichen.“

Die Gemengelage ist so brisant, warnt Kaspar Hense, Senior-Portfoliomanager bei RBC Bluebay Asset Management in London, dass die Notenbanken zu einem Tabubruch gezwungen werden könnten. Sie könnten versuchen, die Zinskurve durch Intervention künstlich zu verflachen.

„In den USA sehen wir bereits eine versteckte Form der Zinskurvenkontrolle“, argumentiert Hense. Das US-Schatzamt schränke gezielt das Angebot lang laufender Staatsanleihen ein. Stattdessen würden mehr Kurzläufer begeben.

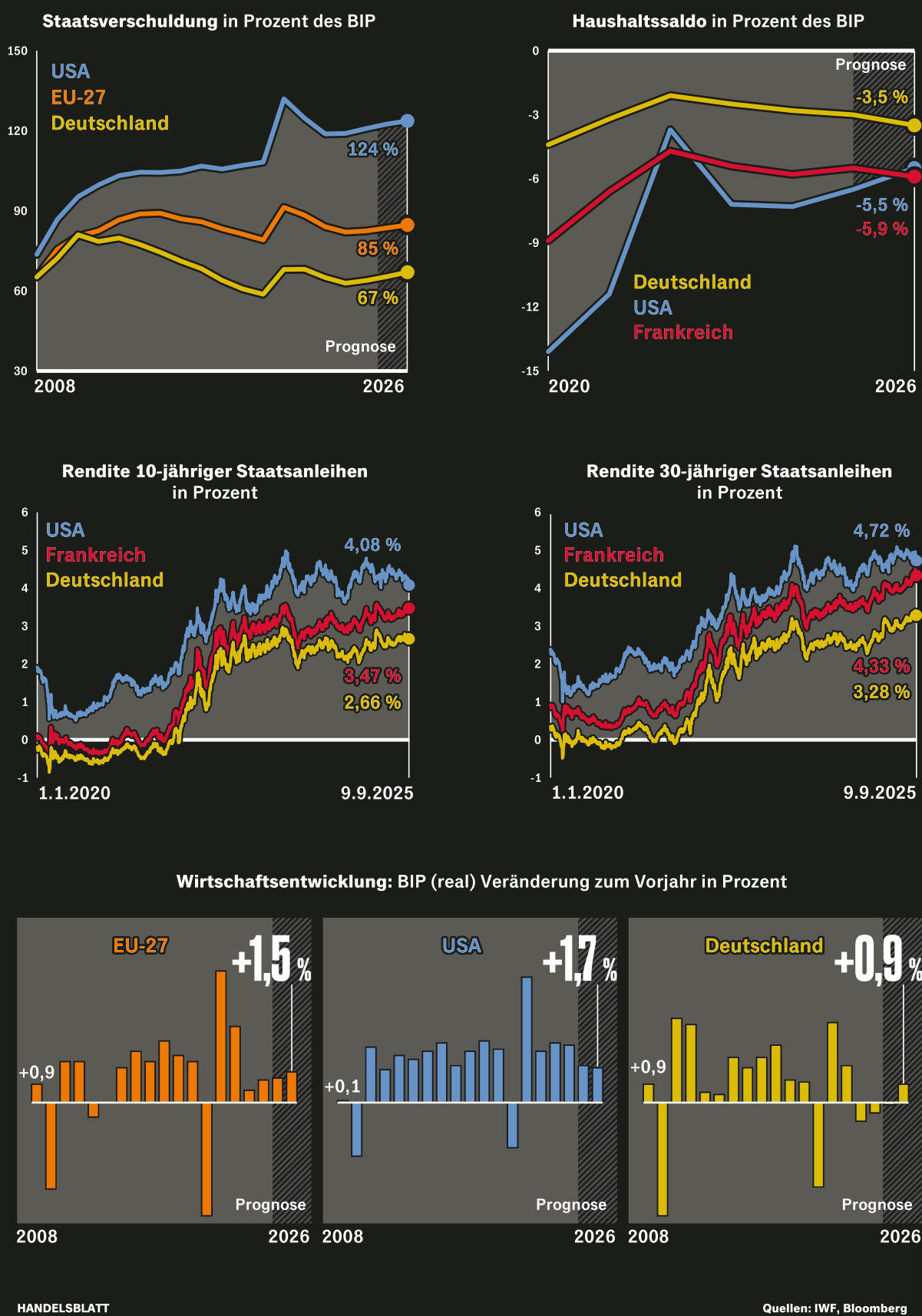
Die Folge einer künstlichen Kontrolle der Zinskurve: Die Zinsen sinken im Erfolgsfall unter das nominale Wirtschaftswachstum oder gar unter die Inflationsrate. Experten nennen dies „finanzielle Repression“. Hense spricht von einem „Zahlungsausfall über die Zeit“. Es sei die Sorge vor solchen Maßnahmen, die „Investoren zunehmend in Alternativen wie Gold oder Bitcoin drängt“.

Noch kippe die Stimmung der Investoren nicht, „aber wenn sie einmal gekippt ist, gibt es keinen Weg zurück“, warnt der Schweizer Experte Thoma. Wenn Anleiheinvestoren im großen Stil ihre Bestände auf den Markt werfen würden, wären die Notenbanken gezwungen, sie aufzukaufen. Das erhöhe die Geldmenge und heize die Inflationsfurcht weiter an: „Im schlimmsten Fall verlieren die Notenbanken die Kontrolle über Renditen und Inflationserwartungen.“

Kapitel II: Deutschland riskiert seine Rolle als Stabilitätsanker

Ungeachtet solcher Szenarien ist der neue Kassenwart in der Berliner Wilhelmstraße gerade dabei, alle Schuldenrekorde seiner Vorgänger zu pulverisieren. Kein deutscher Finanzminister vor Lars Klingbeil konnte über so viel Geld verfügen. Und diesen Spielraum reizt der SPD-Chef kräftig aus. Von 1949 bis 2009 dauerte es, bis der Bund seine erste Billion Euro an Schulden angehäuft hatte. Nun dürfte laut mittelfristiger Haushaltsplanung in nur sechs Jahren eine weitere Billion hinzukommen.

Ohne Wachstum werden Schulden zum Problem



Blackrock, Photothek via Getty Images, Bloomberg (2), Getty Images (M)

Ökonomen Martin Lück, Clemens Fuest, Guntram Wolff, Willem Buiter: intensives Nachdenken über den richtigen Umgang mit Schuldenständen und Haushaltsdefiziten.

Klingbeil will mit den Schulden den Investitionsstau auflösen. „Wir wollen, dass die Bürgerinnen und Bürger in ihrem Alltag spüren, dass sich etwas verändert“, so Klingbeil. „Dass das Schlagloch, das seit Jahren nervt, auf einmal beseitigt wird; dass die Schultoilette, die schon seit Jahren nicht mehr benutzt werden kann, repariert wird.“

Es müssen also die ganz elementaren Dinge in Ordnung gebracht werden. Deshalb so viele Schulden. Klingt logisch. Doch warum erhöht Klingbeil dann die Mittel für den Filmförderfonds von 133 auf 250 Millionen Euro? Auch die Förderung für die Gaming-Branche wird pro Projekt mal eben vervierfacht, auf bis zu acht Millionen Euro. Laut neuem Subventionsbericht wird der Bund im nächsten Jahr 77,8 Milliarden Euro für Subventionen ausgeben.

Das Ergebnis: Der Staat macht so viele Schulden wie nie zuvor, doch gleichzeitig sind die Haushaltslöcher so groß wie nie. Bis 2029 muss die Regierung Lücken von 172 Milliarden Euro schließen.

Neben zu wenig Geld hat Klingbeil paradoxerweise noch ein zweites Problem: das viele Geld, über das er jetzt herrscht, überhaupt auszugeben. Weil Förderanträge zu viel Zeit in Anspruch nehmen und es zu wenig Bauingenieure in der Verwaltung gibt, bleiben selbst in Sondertöpfen für arme Kommunen oder für die Digitalisierung von Schulen Milliarden liegen. Zuletzt schoben Bund und Länder 80 Milliarden Euro an nicht abgeflossenen Mitteln vor sich her.

Damit wächst die Verlockung, die vielen Schulden nicht für Investitionen zu nutzen, die erst mühsam umgesetzt werden müssen, sondern für leicht erfüllbare Wahlversprechen. Die Ökonomen der Deutschen Bundesbank rechnen in ihrem jüngsten Monatsbericht in bemerkenswert scharfem Ton mit Klingbeils Haushaltspolitik ab. „Es ist in der aktuellen Lage nachvollziehbar, die Verteidigungsfähigkeit und die Infrastruktur kreditfinanziert zu stärken“, schreiben die Bundesbank-Ökonomen. Ein höheres Defizit sei für ein paar Jahre auch „gut verkraftbar“.

Doch dann folgt das große Aber: Es würden mit den erweiterten Schuldenspielräumen, bestehende Haushaltslücken gestopft oder Projekte jenseits von Verteidigung oder Infrastruktur finanziert. So würden von den 69 Milliarden Euro an zusätzlicher Verschuldung in diesem Jahr nur etwa 16 Milliarden Euro gesichert in Verteidigung und Infrastruktur fließen, rechnet die Bundesbank vor. „Insgesamt drohen die Schulden anzusteigen, ohne Verteidigungsfähigkeit und Infrastruktur im gleichen Maße zu stärken.“

Möglich werde dies durch eine unzureichende Definition, was „zusätzliche“ Investitionen sind. Jüngstes Beispiel: Auch Turnhallen und Sportplätze können laut einer neuen Einigung von Union und SPD mit Geld aus dem Sondervermögen saniert werden.

Unterm Strich dürften in diesem Jahr die Infrastrukturausgaben des Bundes gegenüber 2024 nur leicht um 2,5 Milliarden Euro steigen, konstatiert die Bundesbank.

Werden die neuen Kredite aber nicht effizient eingesetzt, droht das Schuldenpaket seine Wir-

kung zu verfehlen. So setzt die Bundesregierung darauf, dass sie durch höhere staatliche Investitionen zusätzliche private anstößt. Doch dieser sogenannte Investitionsmultiplikator fällt offenbar geringer aus als erhofft.

Die Wirtschaftsinstitute sagen für 2026 nur noch ein Wachstum zwischen 0,8 und 1,3 Prozent voraus. Gut die Hälfte dieses Wachstums geht auf die höheren Staatsausgaben zurück. Den zaghaften Aufschwung erkaufte sich der Staat also teuer selbst. Ökonomen mahnen schon lange, dass Staatsausgaben allein das maue Wachstumspotenzial der deutschen Wirtschaft von 0,5 Prozent nicht steigern können. Um das Wachstum dauerhaft anzukurbeln, brauche es Reformen.

Doch bislang ist die Ankündigung eines „Herbst der Reformen“ von Kanzler Merz nicht mehr als Wortgeklingel. Während die Bundesregierung noch streitet, ob Veränderungen beim Sozialsystem überhaupt notwendig sind, erhöht sie die Mütterrente und setzt im Rentensystem den Nachhaltigkeitsfaktor aus, der die Folgen des steigenden Durchschnittsalters abfedern sollte.

Schon jetzt sendet der Anleihemarkt Deutschland das unmissverständliche Signal, dass unbekümmertes Schuldenmachen einen Preis hat. Mit 3,41 Prozent erreichte die 30-jährige Bundesanleihe zuletzt den höchsten Stand seit 14 Jahren. Auch hielt sich die Nachfrage nach deutschen Schuldpapieren zuletzt in Grenzen. Ein Zeichen, dass die Zinskosten weiter steigen könnten.

Zahlte der Bund in der Niedrigzinsphase gerade mal knapp vier Milliarden Euro Zinsen pro Jahr, sind die Zinskosten im Haushalt jetzt auf 30 Milliarden Euro gestiegen. Und durch die neuen Schulden werden sie sich laut Finanzplan des Bundes bis 2029 mehr als verdoppeln.

Das engt den Handlungsspielraum künftiger Regierungen ein. Gibt der Bund heute rund sechs Prozent seines Haushalts für Zinsen aus, könnten es 2040 bereits 13 Prozent sein, rechnet das Ifo-Institut vor. Aber nur, wenn der Zinssatz für neue Schulden niedrig bleibt. Erhöht er sich auch nur leicht, steigt die Zinsquote bis 2040 auf mehr als 16 Prozent.

Damit droht Deutschland, was auch andere Staaten gerade erleben. „In vielen Volkswirtschaften ist der Schuldendienst genauso hoch wie die Ausgaben für Bildung, Verteidigung oder öffentliche Renten“, konstatiert die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), eine Art Zentralbank der Notenbanken.

Immerhin einen positiven Effekt hätten stark steigende Zinskosten, so Ifo-Chef Clemens Fuest. Dann bleibe weniger Geld für andere Aufgaben übrig, „was den Reformdruck erhöht“.

Bislang allerdings reißt Klingbeil vor allem neue Löcher in den Etat, weil er Konflikte im föderalen System bevorzugt mit weiteren Milliarden an Länder und Kommunen löst. Dennoch reicht das Geld auch bei den Ländern hinten und vorn nicht mehr.

Einige Länder wie das Saarland, Berlin oder Schleswig-Holstein haben schon vor Jahren Sondervermögen eingerichtet, um die Schuldenbremse zu umgehen. Schleswig-Holstein flog diese Politik um die Ohren, als das Landesverfassungsgericht den Haushalt für verfassungswidrig erklärte. Daraufhin griff die schwarz-grüne Landesregierung kürzlich zum nächsten Kniff: Sie will nun einen Versorgungsfonds zur Deckung von Beamtenpensionen plündern, um Haushaltslöcher zu stopfen. Brandenburg lotet derweil eine laut Ökonomen „verfassungsrechtlich hochproblematische“ Reform der landeseigenen Schuldenbremse aus. In Thüringen sollen landeseigene Gesellschaften wie die Aufbaubank mehr Kredite aufnehmen, um auf diese Weise die Schuldenbremse zu umgehen.

Dabei haben Union und SPD bei ihrer Grundgesetzänderung den Ländern wieder die Möglichkeit eingeräumt, sich zu verschulden. Sie dürfen nun ein Defizit von 0,35 Prozent des BIP machen.

Klingbeil brachte zusätzlich noch ein eigenes Gesetz für Bremen und das Saarland auf den Weg, damit auch diese hochverschuldeten Länder in den Genuss neuer Kredite kommen. Mit seinem Gesetz setzt er den bisher geltenden Mechanismus „Geld gegen Sparauflagen“ de facto außer Kraft.

Die Finanzlage vieler Städte und Gemeinden ist noch schlimmer als die des Bundes und der Länder. 2023 fuhren die Kommunen ein Defizit von 24,8 Milliarden Euro ein – so viel wie nie zuvor. Dieses Jahr droht gar ein Minus von 30 Milliarden Euro. Burkhard Jung, Oberbürgermeister von Leipzig und Präsident des Deutschen Städtetags, spricht von der „größten kommunalen Finanzkrise im Nachkriegsdeutschland“.

Dabei leisten sich auch Länder und Kommunen noch immer viele fragwürdige Ausgaben. Die Stadt Horstmar im Münsterland etwa belohnt jeden Bürger für den Kauf eines Elektrofahrrads mit einem Konsumgutschein in Höhe von 250 Euro. Das Land Berlin reicht einen „Reparaturbonus“ von bis zu 200 Euro an jeden aus, der sein Elektrogerät reparieren lässt.

Kapitel III: Droht Europa eine neue Schuldenkrise?

Als François Bayrou in dieser Woche vor das Parlament trat, um die Vertrauensfrage zu stellen, war sein Schicksal als französischer Premier besiegelt – und er redete Klartext. „Frankreich hat seit 51 Jahren keinen ausgeglichenen Haushalt mehr vorgelegt“, sagte der Liberale. Seit 51 Jahren lebe das Land über seine Verhältnisse. Es sei eine Sucht geworden: Renten, Verwaltungskosten, Sozialleistungen – alles werde mit neuen Schulden finanziert.

„Mesdames et Messieurs. Sie haben die Macht, die Regierung zu stürzen, aber Sie haben nicht die Macht, die Realität zu tilgen!“, rief Bayrou ins Plenum der Nationalversammlung. Kurz darauf scheiterte er wie erwartet mit seiner Vertrauensfrage. Die Mehrheit der Abgeordneten war nicht bereit, Bayrous Sparhaushalt mitzutragen.

118 Prozent des BIP oder gut 3,4 Billionen Euro beträgt Frankreichs Schuldenstand – mehr als in jedem anderen Land Europas. Neben Frankreich steht Italien mit 3,2 Billionen Euro (knapp 140 Prozent des BIP) für ein weiteres Fünftel der Euro-Zonen-Verschuldung. Ähnlich hoch liegt der Anteil Deutschlands, der größten europäischen Volkswirtschaft.

Wie lange machen die Finanzmärkte das noch mit? Droht eine neue Euro-Krise? Frankreich befindet sich bereits im EU-Defizitverfahren und steht unter verschärfter Beobachtung durch die Brüsseler Beamten – gebracht hat das bislang wenig. Die steigenden Anleiherenditen allerdings lassen sich nicht ignorieren. Die Risikoauflage auf französische Staatsanleihen gegenüber Bundeinleihen liegen jetzt über denen des Euro-Krisen-Lands Griechenland und haben zeitweise sogar die Italiens überholt. Am heutigen Freitag schon könnte die Ratingagentur Fitch die Bonität Frankreichs von „AA-“, auf „A+“ herabstufen – und damit weitere Verkäufe unter Anleiheinvestoren auslösen.

Von der Gefahr einer Euro-Krise will in Brüssel jedoch niemand etwas hören – und schon gar nicht darüber sprechen. In ihrer jährlichen Rede zur Lage der Europäischen Union erwähnte Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen das Wort „Schulden“ kein einziges Mal.

Dabei hat die EU-Kommission selbst inzwischen ein Schuldenproblem. Seit Beginn der Pandemie hat die Brüsseler Kommission an den Märkten rund 800 Milliarden Euro für den Corona-Wiederaufbaufonds aufgenommen. Nun steht die Rückzahlung an: Im Entwurf für den nächsten langfristigen EU-Haushalt (2028 bis 2034) sind pro Jahr 24 Milliarden Euro für den Schuldendienst eingeplant. Geld, das an anderer Stelle fehlt – oder durch steigende Beiträge der Mitgliedstaaten kompensiert werden muss.

Ökonomen wie Guntram Wolff vom Think-tank Bruegel empfehlen, die Schulden nicht vollständig zurückzuzahlen, sondern sie mit neuen EU-Anleihen zu refinanzieren. So würde die Kommission mehr Spielraum in ihrem Haushalt gewinnen. Das jedoch lehnt die Bundesregierung ab: Sie will verhindern, dass EU-Schulden zum Normalfall werden.

Die Befürworter neuer EU-Schulden berufen sich auf den ehemaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi. Der empfiehlt, öffentliche europäische Güter wie die Luftverteidigung oder große Infrastrukturprojekte gemeinsam zu finanzieren. Das würde langfristig Kosten sparen, argumentiert der Italiener.

Von der Leyen hat die Forderungen teilweise aufgegriffen: In ihrem langfristigen Haushaltsentwurf schlägt sie zwei schuldenfinanzierte Sondertöpfe außerhalb des regulären Haushalts vor. Der eine soll günstige Kredite von insgesamt 150 Milliarden Euro an Regierungen verteilen. Sie können damit Infrastruktur, Rüstungsprojekte oder auch die Digitalisierung finanzieren. Der zweite ist ein „Krisenmechanismus“ in Höhe von 395 Milliarden Euro, der nur im Notfall aktiviert werden kann – und auch nur, wenn alle 27 Staaten zustimmen.

Dabei ist die riskante Schuldenexplosion keineswegs auf die Euro-Zone begrenzt. Die öffentlichen Schulden in Großbritannien haben fast 100 Prozent des BIP erreicht. Die Zinslast dafür wird in diesem Jahr 8,3 Prozent der öffentlichen Ausgaben betragen und ist damit größer als die Etatposten für Bildung, Verteidigung oder Investitionen. Ökonomen wie der ehemalige Notenbanker Willem Buiter warnen, dass der Druck der Finanzmärkte auf die Regierung von Premierminister Keir Starmer „mindestens genauso wirksam sein wird wie der Druck des IWF in den 1970er-Jahren“. Damals zwang der Währungsfonds das vom Staatsbankrott bedrohte Großbritannien zu einem harten Sparkurs.

Kapitel IV: Trumps schmutzige Entschuldungspläne

Die Frage macht ihn sichtlich nervös. Stephen Miran legt den Kugelschreiber auf den Tisch, greift sich an sein Jackett und vergisst, das Mikrofon anzuschalten, das auf dem Tisch vor ihm steht. Dann nimmt er hastig noch einen Schluck Wasser.

Der ökonomische Berater von Trump soll vor dem Senat versichern, dass er unabhängig agieren wird. Trump hatte den Ökonomen für einen Gouverneursposten bei der Notenbank Fed vor-

geschlagen. „Antworten Sie einfach mit Ja oder Nein: Hat Donald Trump die Präsidentschaftswahl 2020 verloren?“, fragt die demokratische Senatorin Elizabeth Warren.

Miran sammelt sich und weicht aus: „Joe Biden wurde vom Kongress bestätigt“, setzt er an. Zu groß ist offenbar seine Sorge, dass er Trumps Unterstützer verärgern könnte, die immer noch glauben, die Wahl sei „gestohlen“ worden. Warren legt nach: „Können Sie die Worte sagen: ‚Donald Trump hat die Wahl verloren‘, sind Sie unabhängig genug, um das zu sagen?“ Doch Miran lässt sich nicht darauf ein.

Trump macht keinen Hehl daraus, dass er die mächtigste Notenbank der Welt, die eine Art Ankerfunktion für die globalen Aktien- und Anleihemärkte spielt, am liebsten zu einer Unterabteilung des Weißen Hauses degradieren würde. Und Mirans Ernennung zum Fed-Gouverneur könnte ein wichtiger Schritt in diese Richtung sein.

Miran ist Autor eines Dokuments namens „Mar-a-Lago-Akkord“. Der 41-Jährige skizzierte darin Szenarien, wie die „strukturelle Überbewertung“ des Dollars aufgrund seiner Leitwährungsfunktion überwunden werden könnte. In einem Szenario führt der promovierte Harvard-Ökonom die Idee aus, ausländische Halter von US-Staatsanleihen dazu zu zwingen, ihre Bonds in Papiere mit 100-jähriger Laufzeit und niedriger oder gar keiner Verzinsung zu tauschen. „Bei Diskussionen wie dem Mar-a-Lago-Akkord geht es schlichtweg um eine Enteignung der Gläubiger“, so Ökonom Lück.

Beides, die politische Unterjochung der Fed und ein möglicher Zwangsumtausch von US-Anleihen, dient vor allem einem Zweck: Es soll den Schuldendienst der USA sichern. Tatsächlich befinden sich die Staatsfinanzen der weltgrößten Volkswirtschaft in einem prekären Zustand. 36 Billionen Dollar – mehr als 120 Prozent des BIP – lasten auf dem Staat. Im laufenden Jahr beträgt das Etatdefizit 6,5 Prozent.

Der Schuldendienst liegt inzwischen mit gut einer Billion Dollar weit über den Ausgaben für Verteidigung von 850 Milliarden Dollar. Mit fünf Prozent der Weltbevölkerung stehen die USA für 25 Prozent der Weltwirtschaft und für 45 Prozent der neu gemachten Schulden. Egal ob Barack Obama, Donald Trump I., Joe Biden oder jetzt Trump II – nahezu das Einzige, auf das die sich feindlich gegenüberstehenden Parteien noch einigen konnten, war eine höhere Kreditaufnahme.

Laut Harvard-Ökonom Rogoff erschienen die Schulden angesichts der niedrigen Zinsen der vergangenen Jahre lange Zeit nicht als Problem. „Doch das ändert sich jetzt – und zwar mit erstaunlicher Dynamik“, warnt Rogoff. Derzeit liegt die Rendite für zehnjährige US-Staatsanleihen bei mehr als vier Prozent.

Hinzu komme, dass Trump mit seinem Zollkrieg und seinen Angriffen auf die demokratischen Institutionen die langfristigen Wachstumsperspektiven für die US-Wirtschaft schwäche. Die USA seien kein sicherer Standort für Investments mehr, warnt der ehemalige IWF-Chefvolkswirt.

Zurück zum Trump-Loyalisten Miran: Seinen derzeitigen Posten als ökonomischer Berater im Weißen Haus wolle er nicht aufgeben, sondern ruhen lassen, falls er für das Amt des Fed-Gouverneurs bestätigt werde, sagte er im Senat. Der demokratische Senator Jack Reed fasste das so zusammen: „Sie werden also praktisch ein Angestellter des US-Präsidenten sein, aber ein unabhängiges Mitglied der Fed? Das ist doch lächerlich.“

Kapitel V: Die Japanisierung der Weltwirtschaft

Carl Christian von Weizsäcker ist so etwas wie der Grandseigneur der deutschen Wirtschaftswissenschaften. Der frühere Kölner Wirtschaftsprofessor hat sich viel mit dem Thema Staatsverschuldung beschäftigt. Der 87-Jährige kommt zu dem Ergebnis, dass Deutschland eigentlich immer die genau falsche Haushaltspolitik betrieben habe.

Im vergangenen Jahrzehnt rühmte sich die Bundesregierung für Haushaltsüberschüsse in Milliardenhöhe, die sie zum Abbau von Schulden nutzte. Weizsäcker hat das damals nicht verstanden. „Als vor einem Jahrzehnt der Zinssatz bei null lag, war es angemessen, die Staatsschulden zu erhöhen“, sagt er heute.

Jetzt, da Deutschland Kredite in Rekordhöhe aufnimmt, warnt Weizsäcker vor zu hohen Schulden. Denn nun sei die Lage eine andere. Wegen der Alterung der Gesellschaft müssten eigentlich die impliziten Staatsschulden wie Rentenansprüche zurückgeschnitten werden. Da dies aber politisch kaum durchsetzbar sei, müssten eben „die expliziten Staatsschulden reduziert werden“.

Doch das Gegenteil ist der Fall. Die Neuverschuldung steigt in den kommenden Jahren von Rekord zu Rekord: „Heute droht die Gefahr, dass man der Staatsschulden nur noch durch Inflation Herr wird. Das aber wäre katastrophal für den Gesamtzusammenhalt der demokratischen Welt.“ Weizsäcker erinnert an ein Zitat, das der Ökonom John Maynard Keynes einst Lenin zugeschrieben hat: „Der Weg, die Bourgeoisie zu zerschlagen, besteht darin, sie zwischen den Mühlsteinen der Besteuerung und der Inflation zu zermahlen.“

Wohin es führen kann, wenn Notenbanken die Finanzprobleme von Staaten mit der Notenpresse lösen sollen, zeigt sich in Japan. Der Staat gilt als ein Paradebeispiel für die sogenannte finanzielle Repression. Die Regierung drängt die Notenbank und die japanischen Finanzinstitute

zum Kauf japanischer Staatsanleihen – und das trotz niedriger Zinsen. So kann sich die japanische Regierung billig Geld leihen. Die Staatsverschuldung ist in den vergangenen Jahrzehnten unaufhaltsam gestiegen und liegt nun bei 235 Prozent der japanischen Wirtschaftsleistung.

Doch auch der japanische Weg stößt mittlerweile an Grenzen. Nachdem die Notenbank das Ziel aufgegeben hat, die Renditen auf japanische Anleihen bei unter einem Prozent zu halten, haben sie sich mittlerweile fast verdoppelt.

Eine finanzielle Repression nach japanischem Muster, eine schleichende Enteignung der Gläubiger also, wäre ein mögliches Zukunftsszenario, wenn die westlichen Industrienationen ihrer Schulden nicht Herr werden. Statt einer solchen Japanisierung empfehlen seriöse Ökonomen jedoch einen Mix aus Konsolidierung und Reformen.

„Volkswirtschaften mit alternden Bevölkerungen sollten ihre Ausgaben neu priorisieren, Renten- und Gesundheitsreformen vorantreiben, ineffiziente Steueranreize beseitigen und die Steuerbasis verbreitern“, schreibt der IWF.

Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesfinanzministerium, dem namhafte Ökonomen angehören, hat die schwarz-rote Regierung gerade erst in einem Gutachten ermahnt, die Schuldenregeln nicht weiter zu lockern, sondern eher wieder zu verschärfen: „Im Hinblick auf eine mögliche Neuregelung der Schuldenbremse stellt der Beirat fest, dass angesichts des geplanten Aufwuchses



Rechtspopulismus in Deutschland, Frankreich, USA: Immer neue Schulden auch aus Angst vor dem Liebesentzug der Bürger.



Geldanlage

4,4 Prozent Versuchung

Die Renditen von 30-jährigen Euro-Staatsanleihen sind auf langjährige Höchststände gestiegen. Das klingt verlockend. Zu Recht?

Sind 4,4 Prozent Rendite für eine 30-jährige französische Staatsanleihe attraktiv? Frankreichs jüngste Anleiheemission über zwei Milliarden Euro zeigt: offenbar durchaus. Die Nachfrage überstieg das Angebot um mehr als das Doppelte.

Nicht nur in Frankreich sind die Renditen von Staatsanleihen mit der sehr langen Laufzeit von rund 30 Jahren angesichts der Diskussionen um die steigende Staatsverschuldung auf langjährige Hochs gestiegen.

In Italien liegen sie noch einen Tick höher als in Frankreich, in Spanien rentieren 30-Jährige mit etwas mehr als vier Prozent und in Deutschland mit knapp 3,3 Prozent. In den USA und Großbritannien sind die Renditen für sehr langlaufende Anleihen mit 4,7 und 5,7 Prozent sogar noch deutlich höher. Doch es gibt viel zu beachten.

Michael Weidner, Co-Chef für globale Anleihen bei Lazard Asset Management, ist trotz der hohen Renditen vorsichtig. „In ein ausgewogenes Portfolio gehören zwar strategisch auch immer 30-jährige Anleihen, wir halten derzeit aber nur wenige.“ Der Grund: Weidner geht wie auch viele andere Strategen davon aus, dass die Kurse gerade der langlaufenden Anleihen weiter fallen und im Gegenzug die Renditen steigen werden.

Seine Zurückhaltung bringt Weidner so auf den Punkt: „Die globale Diskussion um die Schuldentragfähigkeit vieler Staaten ist berechtigt, sie wird weitergehen und die Anleihekurse unter Druck setzen.“

Das bedeutet, dass es selbst für Anleger, die Anleihen bis zur Fälligkeit halten und zwischenzeitliche Kurschwankungen ignorieren können, noch attraktivere Einstiegszeitpunkte als jetzt geben dürfte. Allerdings ist es schwierig, den richtigen Zeitpunkt zu erwischen.

Zu den Investoren, die solche Anleihen oft bis zur Fälligkeit halten, gehören Versicherer. Sie haben oft langfristige Auszahlungsverpflichtungen, zum Beispiel für Lebensversicherungen. Patrick Schmidt, Portfoliomanager bei Signal Iduna Asset Management, sagt: „Renditen von über drei Prozent, wie es sie für 30-jährige Bundesanleihen gibt, sind für viele Versicherer schon sehr auskömmlich.“

Bei Anleihen aus anderen Euro-Ländern rät Signal Iduna Asset Management Versicherern nur zu einer begrenzten Beimischung. Bei Anleihen aus Großbritannien und den USA sieht Schmidt unter anderem die Wechselkursrisiken als Problem, weil sie die tatsächlichen Renditen weniger kalkulierbar machen.

Bei Anleihen aus dem Euro-Raum entfällt das Wechselkursrisiko für hiesige Anlegerinnen und Anleger. Die zum Kaufzeitpunkt gesicherte Rendite gibt es aber auch für Buy-and-Hold-Investoren nur, wenn der Schuldner solvent bleibt. Mit dem Vertrauen darauf, dass kein Euro-Land pleitegeht, sind Anleger indes schon einmal gescheitert. Griechenland machte im Jahr 2011 einen Schuldenschnitt, und Investoren mussten insgesamt 107 Milliarden Euro abschreiben.

Kann das wieder passieren? Aus Sicht der Anleihemärkte gelten derzeit Frankreich und Italien als am stärksten gefährdet. Das zeigt sich an den Risikoprämien, also den Renditeaufschlägen im Vergleich zu deutschen Bundesanleihen. Bereits für zehnjährige Anleihen aus Frankreich und Italien betragen diese Aufschläge rund 0,8 Prozentpunkte. Höher sind sie in keinem anderen Euro-Land.

Zu Zeiten der Griechenland-Pleite lagen diese Risikoprämien in der Spitze bei knapp 1,9 Prozentpunkten für Frankreich und 5,5 Prozentpunkten für Italien noch sehr viel höher. Der Renditevergleich bei zehnjährigen Anleihen ist die beste Messlatte für die Risikoeinschätzung, weil die Staaten besonders viele Anleihen mit dieser Laufzeit ausstehen haben.

Auffällig ist, dass die Risikoprämien für französische Anleihen schon seit mehr als einem Jahr steigen, während sie für andere Euro-Länder sinken. Das zeigt, wie sehr die Sorgen um Frankreich zugenommen haben.

Dennoch geht Weidner von Lazard Asset Management davon aus, dass Frankreich seine Schulden auch langfristig bedienen wird. Die Risiken in Frankreich seien größer als in Deutschland, aber Frankreich als zweitgrößte Volkswirtschaft der Europäischen Union sei nicht mit der kleinen Volkswirtschaft in Griechenland vergleichbar: „Frankreich hat eine große industrielle Substanz und kein Wachstums-, sondern ein Ausgabenproblem.“ In Italien sei die insgesamt hohe Verschuldung schwierig, aber hier sinke immerhin das Haushaltsdefizit.

Weidner betont aber auch: „Privatanleger, die 30-jährige Staatsanleihen kaufen, sollten das nur machen, wenn sie bereit sind, 30 Jahre auf die Rückzahlung zu warten.“ Der Grund: Je länger das Kapital gebunden ist, desto stärker schwanken die Anleihekurse. Was das konkret bedeutet, beschreibt Weidner so: „Bei Anleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren und länger müssen Anleger zwischenzeitliche zweistellige Kursverluste aushalten können.“ Andrea Cünnen

Bundeskanzler Friedrich Merz, EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen, designierter Fed-Gouverneur Stephen Miran, demokratische US-Senatorin Elizabeth Warren: Gefährliches Spiel auf beiden Seiten des Atlantiks.



REUTERS (2), AFP, Bloomberg (2), Getty Images [M]

Kenneth Rogoff

„Investments in die USA sind nicht mehr sicher“

Der Harvard-Ökonom prognostiziert eine schwere Schuldenkrise in den nächsten fünf Jahren und warnt vor einer „Japanisierung“ der USA.

Herr Rogoff, die US-Wirtschaft überraschte im zweiten Quartal mit einem starken Wachstum, obwohl manche Ökonomen insbesondere wegen der Zollpolitik des Präsidenten eine Rezession vorhergesagt hatten. Wie dürfen wir das verstehen: Ist die US-Wirtschaft trotz oder wegen der Wirtschaftspolitik Donald Trumps so robust?

Das Bild ist gemischt. Die Lage ist wegen und trotz der Politik Trumps so, wie sie ist. Insgesamt bin ich skeptisch, insbesondere was die langfristigen Perspektiven angeht. Wir haben den verheerenden Zollkrieg und das tägliche politische Theater, was für große Verunsicherung überall auf dem Globus sorgt. Das alles hat auch schwerwiegende negative Folgen für die US-Wirtschaft.

Sie sprachen von einem gemischten Bild. Welche ist die positive Seite?

Die Deregulierungspolitik ist ein Kontrapunkt zur global verbreiteten Staatsgläubigkeit – und sie wird ohne Zweifel neue Energien freisetzen, vor allem auch kurzfristig.

Nun, man kann ja trotz der Deregulierung kaum behaupten, dass der US-Präsident Vertreter eines schwachen Staates ist. Im Gegenteil: Trump agiert doch geradezu interventionistisch. Wie beurteilen Sie die ersten sieben Monate seiner Amtszeit?
Trump ist extrem durchsetzungstark, er macht konsequent, was er versprochen hat. Das ist schon beachtlich. Allein die „Big Beautiful Bill“: So schädlich Teile dieses Gesetzes auch sind, er hat es gegen jegliche Widerstände realisiert. Er Trump ist möglicherweise der wirkmächtigste Anführer in der Welt seit dem Zweiten Weltkrieg.

Die Big Beautiful Bill, jenes Gesetz, in dem Trump seine wesentlichen Vorhaben zusammenfasst, bedeutet vor allem höhere Schulden. Wie kritisch ist die Schuldenlage der USA?

Sehr kritisch. Das Gesetzespaket wird höhere Haushaltsdefizite produzieren als unter Joe Biden – und seine Regierung hatte bereits die größten Haushaltsdefizite in Friedenszeiten. Unsere Schulden sind unter Trump so hoch wie nie zuvor.

Sie warnen schon seit Jahren vor Überschuldung, bislang ist es immer gut gegangen...
Ich würde gar nicht bestreiten, dass die USA aufgrund ihrer Wirtschaftskraft und der besonderen Rolle des Dollars höhere Schulden haben können als andere Staaten. Ich glaube nur nicht, dass unsere Schulden doppelt so hoch sein sollten. Ich war hier lange der einsame Mahner. Fast alle meine Kollegen glaubten, die Zinsen würden ewig niedrig bleiben und höhere Schulden seien kein Problem. Nun, jetzt sehen wir, dass das ein großer Irrtum war. Die Zeiten von Nullzinsen sind endgültig vorbei – und sie werden nicht wiederkommen. Jetzt bekommen wir die Rechnung dafür, dass US-Regierungen, egal welcher Couleur, ihr Glück immer in neuen Schulden suchten. In den vergangenen Jahren haben sich die Zinsausgaben der USA verdoppelt, sie sind dabei, sich zu verdreifachen, und sie werden noch weiter steigen. Es droht der Finanzkollaps oder eine Art Japanisierung der USA.

Japanisierung?

Japan hat es ja vorgemacht: Die Regierung dort hat Banken, Pensionsfonds und Versicherungen gezwungen, hohe Bestände an japanischen Anleihen zu halten. Anfang der 90er-Jahre, als es losging mit dieser Politik, war Japan das reichste Land der Erde. Heute ist es abgerutscht, von allen großen Industrienationen hat Japan eines der niedrigsten Pro-Kopf-Einkommen. Ich fürchte, so eine Phase droht uns in den USA jetzt auch.

Auch heute noch sind viele Ökonomen der Meinung, dass die Schulden tragbar sind, solange die Wirtschaft dynamisch wächst ...
Das tut sie aber nicht mehr – und die Schulden bedeuten, dass die USA weniger widerstandsfähig sind. Wenn wir einen weiteren Schock oder eine Krise erleben, könnte es schwierig werden, Kredite in der gewohnten Weise aufzunehmen. Die höheren Zinsen bahnen sich ihren Weg ins System – von den Hypotheken bis zu den Autokrediten, und auch für den Staat wird es immer teurer. Daher der Druck auf Fed-Chef Jerome Powell, die Leitzinsen zu senken. Aber Trump lebt in einer Traumwelt, wenn er glaubt, Powell könnte die Zinssätze auf ein Prozent festsetzen, ohne die langfristigen Inflationserwartungen zu destabilisieren.

Ökonomen warnen auch vor dem inflationären Effekt der US-Zölle. Bislang jedoch lässt sich das in den Inflationsraten nicht ablesen. Wird sich das noch ändern?
Das wird sich definitiv ändern. Noch zögern die Unternehmen mit Preiserhöhungen, weil alles so chaotisch ist. Aber der Inflationsdruck wird kommen.

Wieso reagieren die Finanzmärkte, die am „Liberation Day“ nach unter Schock standen, jetzt so gelassen? Es gab ja immer die Hoffnung, dass die Märkte Trump disziplinieren könnten.
Die Märkte zeigten sich damals geschockt, weil Trump am Liberation Day kompletten Unsinn erzählte – völlige Willkür, abenteuerliche Berechnungen. Das offenbarte vor den Weltmärkten die unglaubliche Inkompetenz der US-Regierung. Auf einmal wurde allen klar, dass es keine Erwachsenen mehr im Raum gibt. Vor allem die Entwicklung am Bondmarkt zwang Trump auf einen pragmatischen Kurs. Doch die Willkür wird nicht verschwinden. Die Märkte werden große Probleme damit haben.

Ist die aggressive US-Handelspolitik am Ende selbstschädigend?
Die negativen Auswirkungen der aggressiven Handelspolitik werden erst noch kommen. Die amerikanischen Unternehmen und Konsumenten werden einen Großteil der Kosten tragen.

Ist das Bild wirklich so eindeutig? Amerikas Handelspartner sind offenbar bereit, große Zugeständnisse zu machen, zumindest hier scheint seine Strategie aufzugehen ...
Das ist in der Tat ein großes Problem. Trump amüsiert sich jeden Tag darüber, wie alle darauf warten, was er Neues zu den Zöllen sagen wird. Er lässt Regierungschefs aus aller Welt ins Weiße

Haus kommen, die sich in einer Weise vor der Kamera anbieten, die unwürdig erscheint. Trotzdem ist der Schaden für alle Beteiligten immens.

Das heißt, die handelspolitische Appeasement-Politik ist strategisch falsch?
Sie ist katastrophal. Wieso sollte er damit also aufhören, denkt Trump sich. Das Verhalten der Handelspartner ist ein Anreizprogramm, die Zölle als politische Allzweckwaffe zu nutzen.

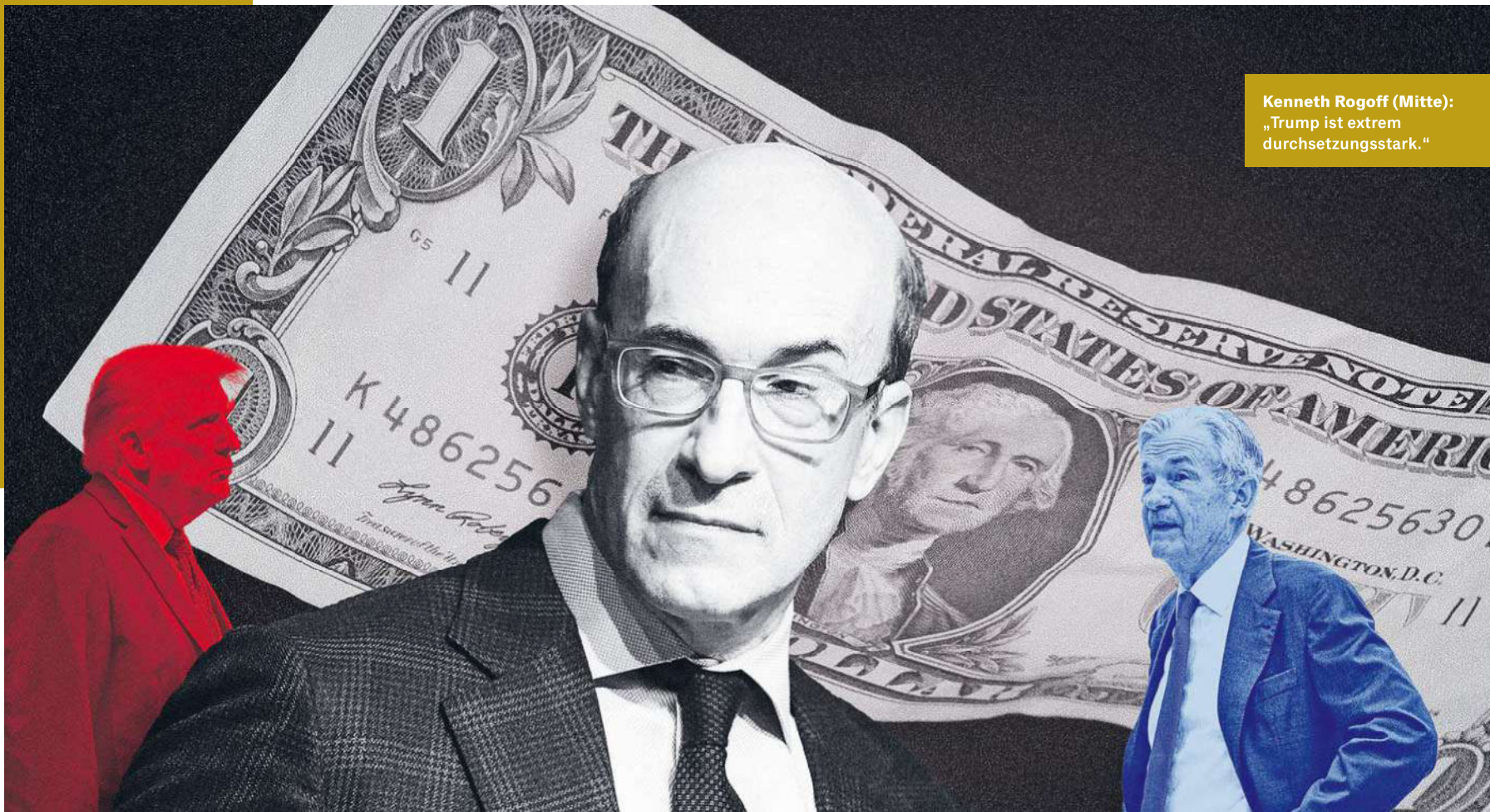
Aber aus rein ökonomischer Perspektive ist es doch das Klügste, die US-Zölle nicht zu vergelten.
Natürlich ist es aus rein ökonomischer Perspektive selbstschädigend, mit harten Gegenzöllen zu reagieren. Politstrategisch ist es ein Desaster – vor allem Europa hat mit den einseitigen Zugeständnissen einen Offenbarungseid geleistet. Dass EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen den Pakt mit Trump als Erfolg bejubelte, ist wirklich blamabel. Der Pakt ist eine Kapitulation Europas. Und die Einigung ist allenfalls ein kurzfristiger Waffenstillstand und kein Abkommen. Der Pakt gilt, bis er halt nicht mehr gilt.

Sie empfehlen also maximale Gegenwehr, wie China es macht?
Es ist der klügere Weg. Das Kalkül Trumps darf nicht aufgehen. Ich bin auch sicher, dass der Widerstand wachsen wird. Noch zögern viele Handelspartner, weil alles so chaotisch ist. Wir befinden uns am Beginn des Handelskriegs, nicht am Ende.

Ist China möglicherweise der große Gewinner der Trump'schen Revolution?
China profitiert ganz klar von der Spaltung des Westens. Ich würde hier aber klar zwischen Trump 1 und 2 unterscheiden. In seiner ersten Amtszeit war es Trump, der aller Welt zu Recht vor Augen geführt hat, welche Dimension die chinesische Bedrohung darstellt. Das war ein großes Verdienst. Und ich glaube auch, dass wir bei Trump als starkem Anführer bei einer möglichen chinesischen Invasion Taiwans besser aufgehoben sind als bei einem demokratischen Präsidenten.

Manche in Europa sagen, China sei jetzt ein verlässlicherer Partner als die USA.
Ja, Trump ist eine Quelle des Chaos. Ich bin allerdings fest davon überzeugt, dass Europa in den Armen Chinas keineswegs besser aufgehoben ist. Ich glaube übrigens, dass Europa am Ende von Trump profitieren könnte, weil Trump es schafft, dass Europa vor allem im sicherheitspolitischen Bereich endlich notwendige Dinge unternimmt, die es jahrzehntlang gemieden hat. Schafft Europa hier nicht die Wende, wird es der große Verlierer der Trump'schen Revolution sein.

Viele Europäer träumen davon, jetzt, wo die WTO marginalisiert ist, eigene Handelsregeln mit Partnern zu entwickeln. Ist es sinnvoll, dass Europa gemeinsam mit Gleichgesinnten eine Art



Kenneth Rogoff (Mitte): „Trump ist extrem durchsetzungstark.“

Bloomberg, Laif, Getty Images (M)

handelspolitischen Bypass um Amerika herum legt?

Es ist sehr schwierig, aber der Versuch ist wohl alternativlos, vor allem für eine exportorientierte Volkswirtschaft wie die deutsche. Die handelspolitische Realität ist eine völlig andere, und sie wird auch nicht wieder verschwinden.

Auch ein weiteres Kalkül scheint aufzugehen, nämlich hinsichtlich einer Dollar-Abwertung, um Wettbewerbsvorteile zu erzielen. Für gewöhnlich steigt die Währung eines Landes, das Zölle erhebt. Dieses Mal aber gab der Dollar vor allem gegenüber dem Euro nach. Was ist der Grund?
Die Zölle waren in den Märkten längst eingepreist. Als Trump sein Amt übernahm, war der Dollar auf einem sehr hohen Niveau. Da sind also andere Kräfte am Werk, die den Dollar drücken. Ich denke, dass der Dollar immer noch völlig überbewertet ist. Ein Kurs von 1,40 Dollar je Euro scheint mir in der langen Frist wieder denkbar.

Sie haben ein Buch über die Leitwährung Dollar geschrieben. Sehen Sie den Status des Dollars als gefährdet an? Könnten die USA ihr Dollar-Privileg verlieren?
Ja, die Gefahr besteht. Wir bewegen uns auf ein multipolareres Währungssystem zu. Für viele Länder gab es bereits vor Trump hohe Anreize, ihre Währungsreserven zu diversifizieren. Denken Sie allein an die Sanktionen, die die USA über mehr als 20 Länder verhängt haben. China ist das neue Zentrum einer Anti-Dollar-Bewegung – der Druck, sich vom Dollar zu emanzipieren, ist riesig. Allein wegen eines möglichen Taiwan-Konflikts und möglicher harter Sanktionen der USA. Peking bereitet sich darauf seit Jahren systematisch vor.

Die USA haben ein Interesse daran, die Dollar-Dominanz zu bewahren. Gleichzeitig zerstört die aggressive Handels- und Schuldenpolitik das Vertrauen in den Dollar. Wie passt das zusammen?
Das passt gar nicht zusammen. Die Schuldenlage in den USA ist nicht nachhaltig, dann attackiert Trump auch noch die Unabhängigkeit der Zentralbank. Das alles zerstört Vertrauen. Die USA werden viele Privilegien verlieren, etwa die günstige Refinanzierung als Leitwährungsland. Die Zölle, die Unberechenbarkeit Amerikas, die Sanktionen – all das beschleunigt einen schleichenden Abstieg. Der Dollar wird in den nächsten zehn Jahren massiv an Gewicht verlieren. Ich erwarte das Endspiel in 15 bis 20 Jahren.

Ist die Unabhängigkeit der US-Notenbank wirklich gefährdet – und was würde eine gefügige Fed für die Weltwirtschaft bedeuten?

Ja, sie ist gefährdet, sie kann sich über Nacht erledigen. Wenn Trump den Notstand ausruft, ist seine Macht über die Notenbank nahezu unbegrenzt, er kann viel mehr machen, als er jetzt unternimmt.

Warum tut er das nicht?
Weil sein Finanzminister ihm klargemacht hat, dass es eine ziemlich schlechte Idee wäre. Im Übrigen ist es nicht nur Trump, der die Unabhängigkeit bedroht. Auch die Demokraten hassen die Unabhängigkeit der Notenbank, vielleicht sogar mehr noch als Trump. Und in vielen anderen Ländern ist übrigens die Unabhängigkeit der Notenbanken allein wegen der Schuldenexplosion gefährdet.

Und? Was bedeutet das nun für die Weltwirtschaft?
Die Zahl und die Intensität von Schulden-, Inflations- und Finanzkrisen werden zunehmen. Denn die Unabhängigkeit der Notenbanken war die große Errungenschaft der vergangenen Jahrzehnte.

Spekulationen gibt es auch um den sogenannten Mar-a-Lago-Akkord. Die USA könnten die Besitzer von Staatsanleihen zwingen, diese gegen Anleihen mit 100-jähriger Laufzeit zu deutlich niedrigeren Zinsen einzutauschen. Wäre so etwas denn machbar?
Die USA werden in den nächsten vier oder fünf Jahren eine große Schuldenkrise erleben – da ist vieles denkbar, von sehr hohen Inflationsraten über Zahlungsausfälle für ausländische Bondhalter bis hin zur „financial repression“. Mar-a-Lago ist ein beängstigendes, aber keinesfalls völlig unrealistisches Szenario. Allein dass eine solche Strategie öffentlich debattiert wird, bedeutet einen Vertrauensverlust in das Dollar-dominierte Finanzsystem. Wenn ich viele Dollar-Reserven wie etwa China hielte, würde ich mir Gedanken machen.

Es gibt Gerüchte, dass die US-Regierung auch deshalb den Kryptosektor dereguliert, um mit digitalen Währungen wie dem Stablecoin die Dollar-Dominanz abzusichern. Ist das ein realistisches Szenario?
Das ist nicht nur ein realistisches Szenario, es ist das Hauptszenario. Die US-Regierung schafft ein regulatorisches Umfeld, das die Nachfrage nach

Stablecoins weltweit massiv ansteigen lässt. Das wiederum wird die Nachfrage nach Treasury-Bills anschieben ...

... also sehr kurzfristige Staatsanleihen ...
Genau. Die Kryptorevolution im Zusammenhang mit dem Stablecoin wird größere Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben als Trumps Handelskrieg.

Das klingt ja immerhin nach einem durchdachten Plan, oder?
Ja, wobei die Risiken der Kryptorevolution nicht zu unterschätzen sind. Sie untergräbt die staatliche Souveränität. Zu dieser gehört ja auch das Geldsystem.

Vielleicht ist das ja Teil des Plans. Wenn wir uns noch mal die langfristigen Folgen der Trump'schen Revolution anschauen: Was werden der zunehmende Protektionismus, der Hang zum Autoritarismus und die Wissenschaftsfeindlichkeit langfristig mit den USA machen?
Noch ist die Demokratie nicht verloren. Aber die Übermacht der Exekutive bedeutet, dass Amerika das verliert, was das Land groß gemacht hat und worauf seine ökonomische Erfolgsstory basiert. Das Ende der Checks and Balances führt zu Willkür und Unberechenbarkeit. Das ist Gift für eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung. Die USA verlieren unglaublich an Attraktivität für Investments. Die Machtakkumulation des Präsidenten stellt mit Abstand die größte Herausforderung dar, für die USA und den gesamten Westen.

Wenn die Bedrohung so akut und allumfassend ist, warum gibt es kaum Gegenwehr?
Vieles hängt jetzt vom obersten Gericht ab, nur dieses kann die Macht eines Präsidenten beschränken, der alles mit einer Gefährdung der nationalen Sicherheit zu begründen scheint. Die große Frage ist, wie der Präsident reagiert, sollte der Supreme Court seine Macht begrenzen.

Was ist Ihre Prognose: Werden die Richter das wagen?
Wir werden es bald wissen. Der Supreme Court könnte schon in Kürze darüber entscheiden, ob der Präsident so einfach unilateral Zölle erheben darf. Das ist hochumstritten und verfassungsrechtlich bedenklich.

Glauben Sie wirklich, ein negatives Urteil würde Trump beeindrucken?
Es wird jedenfalls dann die Stunde der Wahrheit für die amerikanische Demokratie sein. Wenn der Präsident ein entsprechendes Urteil ignoriert, haben wir eine Verfassungskrise.

Kann der US-Kapitalismus in einer eher autokratischen Variante funktionieren?
Kaum vorstellbar. Trump zerstört das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Regierung – Investments in den USA sind nicht mehr sicher. Das ist der große Wandel, gar eine Zeitenwende für die Weltwirtschaft. Die USA haben ausländische Investoren immer gleich behandelt wie einheimische. Das ist vorbei. Jeder, der in den USA investiert, muss sich erst einmal Gedanken um Trumps Meinung machen. Das erinnert eher an ein schlecht geführtes Schwellenland.

Zum Schluss noch eine persönliche Frage: Sie lehren in Harvard, an jener Universität, der Trump einen erbitterten Kampf angesagt hat. Was macht das mit Ihnen?
Wissen Sie, ich bin jetzt 72 Jahre – und kann aus persönlicher Perspektive gelassener an die Sache herangehen. Was mich aber zutiefst besorgt, ist die Lage der jungen ausländischen Studenten, die jetzt zunehmend angefeindet und bestraft werden. In einem Punkt aber hat Trump recht: Wir haben Probleme an unseren Universitäten. Es gibt zu wenig Pluralität im Denken, oft wird die Meinungsfreiheit im Rahmen der DEI-Programme eingeschränkt, und auch der Antisemitismus ist leider real.

Herr Rogoff, vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellte Jens Münchrath.

Lagarde's neuer Balanceakt

Frankreichs politische Krise beschäftigt auch die EZB. Chefin Lagarde gibt sich noch gelassen – und vermeidet einen Fehler aus der Vergangenheit.

Leonidas Enxedis, Felix Stappeler Frankfurt, Düsseldorf

Als die politische Situation in ihrer französischen Heimat zur Sprache kam, gab sich Christine Lagarde aufgeweckt und gut gelaunt. „Ich mag es, wenn Sie Französisch sprechen“, entgegnete die Präsidentin der Europäischen Zentralbank (EZB) lächelnd auf die Frage eines Journalisten auf der Pressekonferenz nach dem Zinsentscheid der Notenbank am Donnerstag, ob sie angesichts der jüngsten Ereignisse in Paris ein „Déjà-vu“ stehender Anleihenrenditen im Euro-Raum befürchte.

Dann wurde sie ernst. Sie sei „zuversichtlich“, sagte Lagarde, dass die politischen Entscheidungsträger in global unsicheren Zeiten das Maß an Unsicherheit so gut es geht reduzieren. Es gebe eine Reihe von fiskalischen Regeln, betonte sie, die man einhalten müsse. „Ich bin sicher, dass alle Regierungen auf Grundlage dieses Rahmens handeln“, sagte Lagarde.

Wenig überraschend war im Anschluss an den Zinsentscheid der EZB vorrangig die Situation in Frankreich von Interesse. Dass die Notenbank am Donnerstag ihre Zinspause verlängerte, war im Vorfeld fest erwartet worden. Vielmehr wollten Investoren hören, wie das politische Durcheinander in Paris in der EZB eingeordnet wird – und wie die Notenbank reagieren würden, sollte es zu Anstößeffekten auf andere Staaten kommen.

Das zweitgrößte Mitgliedsland der Euro-Zone, hochverschuldet und zersplittert, steckt in einer tiefen politischen Krise. Die Regierung von Premierminister François Bayrou ist gescheitert. Nun soll es Sébastien Lecornu richten, der ehemalige Verteidigungsminister. Er ist der fünfte Regierungschef in weniger als zwei Jahren.

Frankreich muss dringend sparen. Die Staatsverschuldung nähert sich der Marke von 120 Prozent der Wirtschaftsleistung, das Haushaltsdefizit liegt weit über dem Niveau, das gemäß den europäischen Regeln eigentlich zulässig ist. Seit 2024 läuft dagegen bereits ein Defizitverfahren.

Vieles spricht dafür, dass die Sparanstrengungen angesichts der politischen Situation abgeschwächt werden.

Am Kapitalmarkt

macht sich das längst bemerkbar. Frankreich muss sich inzwischen teurer refinanzieren als das hochverschuldete Griechenland. Es scheint nur eine Frage der Zeit zu sein, bis die Rendite für französische zehnjährige Anleihen nachhaltig über die des Nachbarn Italien steigt – im Euro-Raum lange Zeit das Synonym für eine sehr hohe Schuldenlast.

Die Situation in Frankreich möchte Lagarde bewusst nicht kommentieren. Sie führt jedoch aus, dass der Bondmarkt in Europa „geordnet und reibungslos“ laufe und mit guter Liquidität.

Die jüngsten Marktbewegungen fielen verhalten aus, da sich der Sturz der Bayrou-Regierung lange angekündigt hatte. „Die Finanzmärkte werten Frankreich bislang als Einzelrisiko und nicht als systemisches Risiko für die gesamte Euro-Zone“, sagte Thomas Gitzel, Chefvolkswirt bei der Liechtensteiner VP Bank. Trotzdem geht unter Experten die Sorge um, dass sich negative Effekte übertragen könnten, etwa indem Investoren auch anderen verschuldeten Staaten der Euro-Zone stärker misstrauen. Dieser Umstand ist für die Euro-Notenbank hochrelevant. Der Fokus liegt auf Preisstabilität, sagte Lagarde – dafür brauche es stabile Finanzmärkte, damit die Geldpolitik wie gewünscht wirke. Sie machte klar, dass die EZB bei Bedarf alle Instrumente zur Hand habe.

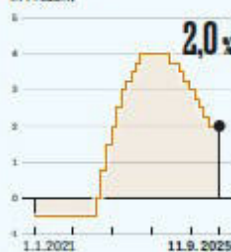
„Derzeit scheinen die Märkte die Notenbank als

glaubwürdiges Sicherheitsnetz wahrzunehmen“, sagte Robert Grell, Chefstrategie von Merck Finck. „Ein erster Belastungstest könnte allerdings die Reaktion auf die anstehenden Rating-Überprüfungen Frankreichs liefern.“ Die Ratingagentur Fitch führt bereits am Freitag eine Neubewertung der französischen Bonität durch. Lagarde mahnt schon seit länger Zeit mehr fiskalische Disziplin und Struktur-reformen an, erst recht seit ihr Vorgänger Mario Draghi mit seinem viel beachteten Report den Weg zu mehr Wettbewerbsfähigkeit in Europa skizzierte hat.

Einzelne Länder nannte Lagarde zwar nicht. Ihre Worte dürften sich aber insbesondere an ihr Heimatland richten, in dem sie von 2007 bis 2011 als Finanzministerin amtierte. Als EZB-Chefin steckt Lagarde im Zwiespalt.

Keine Änderung beim EZB-Zinssatz

EZB-Einlagezins in Prozent



Quelle: EZB, Bloomberg

Anteil, den die EZB an den Staatsschulden Frankreichs hält in %



Quelle: Bloomberg, IMF

Einerseits verfügt die EZB über Instrumente, um im Bedarfsfall einzugreifen, wenngleich dieser Punkt trotz herrschender Unsicherheit noch weit entfernt scheint. Andererseits könnten offensive Äußerungen zur Folge haben, dass die Märkte die aktuelle Situation überinterpretieren.

Im Frühjahr 2020, bei einer ihrer ersten Pressekonferenzen, sagte Lagarde, die EZB sei „nicht dafür da, die Spreads zu schließen“. Gemeint sind die Renditeaufschläge von Staatsanleihen verschuldeten Länder. Sie wollte damit unterstreichen, dass sich die EZB um Preisstabilität kümmert und nicht um die gezielte Begrenzung einzelner

Risikoaufschläge. Der Vorfall gilt als einer der größten Kommunikationsfehler in Lagardes Amtszeit. In einem durch den Ausbruch der Coronapandemie ohnehin höchst volatilen Marktumfeld sackten die Kurse italienischer Anleihen drastisch ab, spiegelbildlich stiegen die Renditen. Investoren deuteten die Aussagen, als dass die EZB im Notfall nicht als Käuferin italienischer Anleihen einspringen würde. Kurze Zeit später betonte Lagarde in einem Interview, die EZB sei vollends bereit, Fragmentierungsrissen zu verhindern.

Für solche Fälle hat die EZB in der Zwischenzeit ein eigenes Werkzeug geschaffen. Das Transmission Protection Instrument (TPI) erlaubt der EZB im Ernstfall, gezielt Staatsanleihen einzelner Länder zu kaufen, wenn deren Spreads „ungerechtfertigt“ auseinanderdriften. Damit will die Notenbank sicherstellen, dass ihre Geldpolitik in allen Mitgliedsländern gleichermaßen wirkt, auch in denen, die hohe Renditen belasten.

Die EZB dürfte eine Aktivierung von TPI jedoch „bei Weitem noch nicht in Erwägung ziehen“, betonte Christian Reichert, Experte der DZ Bank. Günter Deuber von der Bank RBI bestätigte: „Dafür müsste man viel eklatantere Marktverspannungen sehen als bisher, die auch andere Finanzmarktsegmente als den Spread betreffen.“ Mit Nachdruck stellte auch Lagarde klar: Über TPI habe der EZB-Rat „überhaupt nicht gesprochen“.

Im Allgemeinen ist TPI hochumstritten. So ist unklar, welche Marktdynamiken als „ungerechtfertigt und ungeordnet“ gelten und einen Einsatz des Instruments ermöglichen. TPI-Kritiker führen zudem an, dass die EZB ihr Mandat überschreitet und indirekt Staatsfinanzierung betreibe. „TPI wäre besser dazu geeignet, eine übermäßige Ansteckung auf andere Länder zu verhindern, als Frankreich zu retten“, sagte Felix Schmidt, Volkswirt der Bank Berenberg. „Bevor die EZB Frankreich unter die Arme greifen kann, müsste zumindest eine ernsthafte Absicht erkennbar sein, dass das Land versucht, seine finanzielle Lage wieder unter Kontrolle zu bringen.“

EZB-Rat einstimmig für weitere Zinspause

Ohnehin ist TPI per Definition an strikte Bedingungen geknüpft. So muss das betroffene Land beispielsweise die Fiskalregeln der EU einhalten – ein Umstand, der auf Frankreich eindeutig nicht zutrifft. Bis heute wurde das Instrument noch nicht genutzt. Allein die Ankündigung im Sommer 2022 hatte eine beruhigende Wirkung auf die Märkte.

Losgelöst von der Situation in Frankreich bewegt sich die EZB weiter in einem verbesserten Umfeld als in den vergangenen Jahren. Die Inflationsrate ist nach acht Zinssenkungen seit Sommer 2024 auf die Zielmarke von zwei Prozent zurückgekehrt. Der EZB-Rat stimmte deshalb am Donnerstag einstimmig dafür, den Einlagezins bei zwei Prozent zu belassen. Er gilt als richtungweisend für die Höhe der Spar- und Kreditzinsen im Euro-Raum.

Ob es in den nächsten Monaten noch zu einer weiteren Senkung kommt, ist offen. Lagarde hielt sich diesbezüglich wie erwartet alle Optionen offen. Sie wiederholte ihre Botschaft der vergangenen Wochen, die EZB sei „weiter in einer guten Position“.

Positiv haben sich die Wachstumsaussichten entwickelt. Die EZB hob die Konjunkturprognose für das laufende Jahr deutlich an, von 0,9 auf 1,2 Prozent. Die Wachstumsrisiken setzen nunmehr stärker ausgewogen, betont die Notenbank. Die Projektionen für das Preisniveau passte die EZB nur geringfügig an.



EZB in Frankfurt, Christine Lagarde: Sie legt den Fokus auf Preisstabilität.

EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

Sein jüngster Bericht als Gouverneur der Europäischen Zentralbank (EZB) im Jahr 2011 gilt Jürgen Stark als einer der profiliertesten Kritiker einer zu lockeren Geld- und Schuldenpolitik. Viele seiner damaligen Warnungen sind inzwischen Realität geworden. Im Gespräch mit WELT sieht er eine erdbebende Bilanz.

MICHAEL WÖHLING

WELT: Herr Professor Stark, in Frankreich eskaliert nach der geschiedenen Vertrauensfrage von Premierminister Bayrou die Lage. Es gibt landesweite Proteste, und es könnte eine neue Protestbewegung ähnlich der „Gilets jaunes“ entstehen. Was bedeutet die Entwicklung mit Blick auf Finanzmarkt und Euro-Zone?

JÜRGEN STARK: Wer über die aktuellen Entwicklungen in Frankreich über nachdenkt, hat die letzten zwölf Monate finanzieller Politik nicht richtig verstanden. Was wir erleben, ist eine politische Krise, die absehbar war. Die

Protection Instrumenten“ (TFP) aktivieren wird, mit dem über Anleihekäufe geteilt die Risikoaufteilung einzelner Länder reduziert werden sollen?

STARK: Je mehr man jedem klar werden, warum Präsident Macron 2019 Christine Lagarde als EZB-Präsidentin vorschlug und durchsetzte. Nebenbei ohne Widerstand: Lagarde hat bereits zugewinkt, man werde die Entwicklung in Frankreich genau überwachen. Die EZB hat sich nicht eindeutig zu intervenieren, aber es kann als Signal an die Märkte und die Politik verstanden werden, dass die EZB zum Eingreifen bereit sein könnte. Für mich ist das TFP ein Instrument, über das die EZB nicht verfügen sollte.

WELT: Warum nicht?

STARK: Letztlich geht es nicht um die Sicherung der geopolitischen Transaktion, sondern um quasi-Fiskalpolitik. Innerhalb sollen zur Aktivierung von TFP bestimmte Qualitätskriterien erfüllt sein. So müssen etwa die EU-Haushaltsregeln eingehalten werden, was für Frankreich in keiner Weise zutrifft. Und die Tragfähigkeit

ring AAA: Deutschland, die Niederlande und Luxemburg.

WELT: Sie haben vor einem Jahr in einem Gastbeitrag für WELT geschrieben, Deutschlands Triple-A-Bewertung sei nicht in Sicht. Ist das eingetroffen? Erst danach folgte die Billionen-Euro-Ermächtigung der neuen Regierung. Nicht alle sehen das kritisch. Die Ratingagentur S&P hat das Schuldenpaket sogar als Punkt für die Top-Bewertung Triple A angeführt, weil es eben gegen die stagnierende Wirtschaft helfen würde.

STARK: S&P sollte wissen, dass wir in Deutschland keine klassische keynesianische Situation haben. Wir brauchen eine wahnsinnig hohe Beschäftigungspolitik. Was ich meinte, ist, dass die Wirtschaftspolitik, die die EZB verfolgt, die Verteilung unserer Vermögensgüter nicht absolut priorisiert haben muss. Diese ist dringend nötig, um politische Fehler der vergangenen 35 Jahre zu korrigieren. Ansonsten ist die massive Lockierung der Schuldenbremse durch eine Grundgesetzänderung über den abgelaufenen Bundesrat schon für sich genommen ein politischer Stand. Und

„Was dann droht, ist eine neue Finanzkrise“

Der frühere EZB-Chefvolkswirt Jürgen Stark warnt Deutschland vor den Folgen der Neuverschuldung. Die Entwicklung in Frankreich bereitet ihm noch mehr Sorgen



Immer weiter anwachsende dramatische Verschuldung Frankreichs wurde nie ernsthaft von der EU-Kommission oder der Eurogruppe kritisch gesehen. Es wurden nie Konditionen eingefordert und bis heute fehlt es an politischer Elan. Die Korrekturen vorantreiben. All das hat schon an den Finanzmärkten Spuren hinterlassen. Die Risikoprämie auf französische Staatsanleihen ist seit einem Jahr deutlich angestiegen. Die jetzt eingetragene politische Krise wurde also bereits teilweise eingepreist und es ist mit einem weiteren Anstieg der Spreads zu rechnen. Für den Euro und das Eurogebiet bedeutet das eine enorme ernsthafte Bedrohungsprognose, die wegen der Größe und Bedeutung Frankreichs dramatischer einschätzbar ist als die Staatsschuldenkrise vor 15 Jahren.

WELT: Erwarten Sie, dass die Europäische Zentralbank EZB ernsthaft 2022 geistig in die „Transaktions-

der öffentlichen Finanzen muss gewöhnt sein, was zunehmend fraglicher wird. Jedenfalls lösen EZB-Interventionen nicht das gigantische französische Haushaltsproblem, sondern verschärfen es nur. Außerdem ginge das Eurosystem hohe Bilanzrisiken ein, wie die Anleihekäufe seit 2014 gezeigt haben.

WELT: Wie lange werden die Finanzmärkte die politische Unsicherheit tolerieren?

STARK: So lange, bis an den Finanzmärkten ernsthafte Zweifel an der wirtschaftlichen Tragfähigkeit der Schulden aufkommen. Dann können neben Frankreich auch andere Länder sehr schnell von der Finanzierung abgeschnitten werden. Was dann droht, ist eine neue Finanzkrise. Dabei gibt es ja mit der Verschärfung der Ratings durch die Länder schon genügend Alarmglocken, was dort politisch ohne Reaktion blieb. Inzwischen gibt es im Euroraum nur noch drei Länder mit dem Top-Ra-

das ist ja nur ein erster Schritt. Die Reform der Schuldenbremse soll ja noch kommen.

WELT: Wie wird das aussehen?

STARK: Höre man in die politischen Hinterzimmer hinein, dürfte sie bis zur Unkenntlichkeit verschärft und unwirklich gemacht werden. Die Finanzmärkte werden das genau verfolgen und die Schuldenfähigkeit in einem ungünstigen makroökonomischen Umfeld bewerten. Das, worüber jetzt die europäischen Politiker reden, das muss man nicht so verstehen – und die Märkte mischen das hohle Wort. Wenn man sich die Fakten genau anschaut, sieht man hingegen klar, dass der Anreiz des Euro an der Währungsunion seit seiner Einführung weitgehend konstant geblieben ist und dieser Anreiz heute unwesentlich höher ist als vor 1999, wenn man den damaligen Anteil von Deutschland Markt und Frankreich am Franc misst. Und das ist ein Problem.

tiger Generationen ist – werden eindeutig ausgelassen.

WELT: Wenn mit Deutschland eines der letzten Länder in der Euro-Zone eine nachhaltige Haushaltspolitik aufgelegt, was bedeutet das perspektivisch? **STARK:** Die traditionell hoch verschuldeten Staaten haben den Paradigmenwechsel der deutschen Politik hin zu gigantischer Neuverschuldung geradezu geübt. Zwar dürfte Deutschland nach wie vor der stabilste Staat des Euro-Raums sein, und andere Länder werden sich im Schatten der niedrigeren Renditen auf deutsche Staatsanleihen weiterhin glücklicher verhalten. Sie werden die „Trittbrettfahrer“ bleiben, wie es der Wirtschaftsminister der Regierung beim Bundesbanktreffen herabgesetzt hat. Doch nach dort werden auch der deutschen Haushalts-Reformende die Reformmaßnahmen tendenziell zugehen. Und die hat Folgen auch für die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft.

WELT: Das müssen Sie erklären.

STARK: Die Rendite von Staatsanleihen gilt als Untergrenze für die Rendite bei Unternehmensanleihen. Wenn nun die öffentlichen Schulden stark ansteigen und dafür höhere Zinssätze fällig werden, dann betrifft das auch die Unternehmen. Das Volumen des Kapitalmarkts ist groß, aber nicht unendlich. Ein Kampf um die begrenzten Mittel treibt den Preis dafür, also die Renditen, in die Höhe. Konditionen heißt das, dass die Kosten für Investitionen steigen. Das ist genau das, was wir heute nicht brauchen.

WELT: Der Weg zurück zu nachhaltigem Haushalten ist ja von dem Dilemma geprägt, dass die dringend nötigen Einsparungen und Reformen immer auch die Demokratie schwächen, indem sie die politischen Ränder gestört werden. Wie kann man dem begegnen?

STARK: Ja, das ist ein schiefes Dilemma. Jede Regierung scheint sich ja, fundierte Reformen anzugehen, weil sie danach leichter wird. Über stattdessen einfach Schulden zu topfen erhöht die Steuern. Doch wir können langsam an den Rand der Funktionsfähigkeit unserer demokratischen Systeme und auch der sozialen Sicherungssysteme. Es gibt aber mit Blick auf Deutschland durchaus Stellschrauben. Warum zahlen wir zum Beispiel mit der Mehrwertsteuer eine sehr teure niedrigere Prämie, die die Rentenversicherung extrem belastet? Und wir müssen auch an das Rentenreformalter denken.

WELT: Der Euro hat zuletzt stark an Boden gegenüber dem US-Dollar gewonnen. Manche sprechen schon von der neuen Weltwährungsunion.

STARK: Das habe ich für übertrieben. Der kurzfristige Anstieg des Euro-Wertungswertes war beachtlich, aber insgesamt konnte der Euro von der Tendenz, sich vom Dollar abzuwenden, nicht profitieren. Natürlich ist es das Ziel europäischer Institutionen, die internationale Rolle der Gemeinschaftswährung aufzuheben. Das kann man aber nicht verhindern, das muss man sich verdienen – und die Märkte mischen das hohle Wort. Wenn man sich die Fakten genau anschaut, sieht man hingegen klar, dass der Anreiz des Euro an der Währungsunion seit seiner Einführung weitgehend konstant geblieben ist und dieser Anreiz heute unwesentlich höher ist als vor 1999, wenn man den damaligen Anteil von Deutschland Markt und Frankreich am Franc misst. Und das ist ein Problem.

Die Gefahr besteht, dass bei den deutschen Schulden alle Dämme brechen

Deutschland schraubt seine Staatsverschuldung drastisch in die Höhe. Das haben Union, SPD und Grüne im März beschlossen. Zwei sogenannte Sondervermögen wurden dafür in die Verfassung aufgenommen und eine Reform der Schuldenbremse vereinbart. Die Sondervermögen für Verteidigung und Infrastruktur umfassen jeweils 500 Milliarden Euro über einen Zeitraum von zwölf Jahren.

Bemerkenswert ist der Begriff des „Sondervermögens“, weil er die Öffentlichkeit in die Irre führt: Sondervermögen sind schlichtweg neue Schulden. Der Deutsche Bundestag berät gegenwärtig darüber, wie das Geld aus den Sondervermögen verwendet und die Reform der Schuldenbremse ausgestaltet werden soll. Diese Entscheidungen können gewaltige Konsequenzen haben und sollten deshalb mit Bedacht getroffen werden. Die Gefahr besteht, dass alle Dämme brechen und die Tragfähigkeit der deutschen Staatsfinanzen in noch weitere Ferne rückt. Die Ereignisse zum Umgang mit Staatsschulden und der Schuldenbremse hatten sich schließlich im Frühjahr überschlagen.

In der kurzen Frist entspannen die neuen Schulden die Haushaltssituation und sorgen für Begehrlichkeiten. Doch sind mit dieser Verschuldungspolitik große Risiken verbunden. Leider scheint es gegenwärtig so, als wenn sich die Befürchtungen bewährten, vor denen Kritiker im Zusammenhang mit den Sondervermögen und einer Reform der Schuldenbremse gewarnt hatten. Ein Argument

NIKLAS POTRAFKE



der Schuldenbefürworter traf in den letzten Monaten ins Schwarze: Welchen besseren Grund könnte Deutschland für die Aufnahme neuer Schulden haben, wenn nicht den, sich vor einem militärischen Angriff Russlands zu schützen? Selbst die treuesten Anhänger ausgeglichener Haushalte hatten auf diese Frage keine bessere Antwort als nun neue Schulden zum militärischen Schutz Deutschlands zu unterstützen. Doch war der Zuspruch zum Sondervermögen für die Militär an die Forderung geknüpft, das Sondervermögen mit den so dringend notwendigen Strukturformen zu verbinden.

Doch die Bundesregierung packt die nötigen Strukturformen nicht an, sondern beschließt insbesondere in der Rentenpolitik Maßnahmen, die in die absolut falsche Richtung gehen. Vielen Politikern ist bewusst, wie sich der demografische Wandel auf die Staatsfinanzen auswirkt und was es zu tun gilt. Unabhängig ist eine unverzügliche und drastische Erhöhung des Renten- und Pensionseintrittsalters. Die Erhöhung muss unverzüglich und drastisch sein, weil Deutschland die nötigen Anpassungen in den letzten Jahrzehnten verschlafen hat.

Eine solche Reform würde mittelfristig helfen, die bislang weiter steigenden Bundesmittel in die Rentenkassen zu reduzieren. Es würden öffentliche Mittel frei werden, die für andere Vorhaben verwendet werden könnten. Dazu zählt, die Infrastruktur wieder flottzumachen und den militärischen Bedrohungen durch weiter steigende Verteidigungsausgaben zu begegnen. Die Politiker wollen diesen Weg über ein deutlich höheres Renten- und Pensionseintrittsalters aber nicht gehen, weil sie fürchten, im Falle dieser so nötigen Reform von den Bürgern abgewählt zu werden. Dabei sind sich die Ökonomen bemerkenswert einig, wie alternativlos längere Lebensarbeitszeiten sind, wenn die Bevölkerung immer älter wird.

Statt Reformen werden nun vielmehr Begehrlichkeiten befriedigt und letztlich neue konsumtive Ausgaben über Schulden finanziert. Dazu zählen die Militärrente, die Haltelinie beim Renteniveau, Subventionen für Agrardiesel und vieles mehr. Mit den Sondervermögen für Infrastruktur war die Forderung nach Zusätzlichkeit der Investitionen aus den Sondervermögen verbunden: Die Schulden sollten für neue Investitionsvorhaben und nicht für bereits geplante Vorhaben verwendet werden. Es galt zu verhindern, dass die Investitionen im Kernhaushalt zurückgefahren werden, um damit Raum für weitere konsumtive Ausgaben zu schaffen. Genau das passiert jetzt allerdings. So sind Regierungsentwurf für den Bundeshaushalt 2025 die Investitionen im Verkehrsbereich um rund 11,4 Milliarden Euro gekürzt

worden. Diese Investitionen sollen stattdessen aus Mitteln des Sondervermögens bestritten werden. Dagegen wurden die Ausgaben des Arbeits- und Sozialministeriums im Vergleich zum letzten Regierungsentwurf um rund elf Milliarden Euro erhöht.

Den deutschen Bundesländern sollen 100 Milliarden Euro aus dem Sondervermögen Infrastruktur zur Verfügung gestellt werden. Auch hier war die Zusätzlichkeit der Investitionen wesentlich. Noch im Referententwurf war die Zusätzlichkeit vorgesehen, doch ist sie aus dem Regierungsentwurf entfernt worden. Dies gilt es zu korrigieren. Auch in den deutschen Bundesländern sollten die Schulden des Sondervermögens für zusätzliche Investitionsvorhaben verwendet werden – und nicht für bereits vorgesehene Projekte. Außerdem sollten wachstumsfördernde Projekte finanziert werden. Dazu gehören etwa Straßen, Sportstätten und Theater zählen nicht dazu. Aber einige Länder wollen die neuen Schulden auch für solche Vorhaben verwenden.

Mit der Reform der Schuldenbremse ist zunächst verbunden, dass sich auch die Länder zukünftig im Umfang von 0,35 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) strukturell verschulden dürfen. Bislang galt die 0,35-Prozent-Regelung nur für den Bund. Die Bundesländer durften keine neuen Schulden machen. Ferner dürfen Ausgaben für Verteidigung oberhalb von ein Prozent des BIP über Schulden finanziert werden. Gemeinsam mit den neuen Schulden aus den Sondervermögen wird sich dadurch die deutsche Staatsverschuldungsquote, das Verhältnis

von Schulden zum BIP, in Zukunft deutlich erhöhen. Fraglich ist, ob es Deutschland dann noch gelingt, sich an die EU-Fiskalregeln zu halten.

In der öffentlichen Debatte wird gerne vergessen, in welchem Ausmaß für die neuen Schulden Zinsen gezahlt werden müssen. Dadurch wird jeglicher haushaltspolitischer Spielraum in der Zukunft drastisch eingeengt, zumal die Zinsen gegenwärtig meilenweit über den Zinsen des Niedrigzinsumfelds liegen, in dem ab Sommer 2019 erste Vorschläge zur Reform oder gar Abschaffung der Schuldenbremse laut geworden sind. Bei dem anhaltend niedrigen Wirtschaftswachstum und diesem Zinsumfeld belasten neue Schulden das öffentliche Budget besonders schwer.

Die Entwicklungen im politischen Diskurs der letzten Wochen unterstreichen eindrucksvoll, wie nötig Fiskalregeln wie die deutsche Schuldenbremse sind. Die Politik hat einen ungebrochenen Drang zum Gegenwartskonsum: Heute viel ausgeben, am besten für Konsum, in dessen Genuss die Wähler sofort kommen. Um diesem Drang der Politiker Einhalt zu gebieten, darf die Schuldenbremse jetzt nicht vollends verschrottet werden. Außerdem muss darauf geachtet werden, die neuen Schulden aus den Sondervermögen wirklich für neue Investitionsvorhaben zu verwenden.

Niklas Potrafke lehrt an der Ludwig-Maximilians-Universität München und leitet das Ifo-Zentrum für öffentliche Finanzen und politische Ökonomie

Berechnung Hypothek mit Annuitätentilgung

Zins 5
Tilgung 1
Kredithöhe 100.000

	Restsumme	Tilgung	Zinsen	Annuität
Jahr	100.000	1.000	5.000	6.000
1	99.000	1.050	4.950	6.000
2	97.950	1.103	4.898	6.000
3	96.848	1.158	4.842	6.000
4	95.690	1.216	4.784	6.000
5	94.474	1.276	4.724	6.000
6	93.198	1.340	4.660	6.000
7	91.858	1.407	4.593	6.000
8	90.451	1.477	4.523	6.000
9	88.973	1.551	4.449	6.000
10	87.422	1.629	4.371	6.000
11	85.793	1.710	4.290	6.000
12	84.083	1.796	4.204	6.000
13	82.287	1.886	4.114	6.000
14	80.401	1.980	4.020	6.000
15	78.421	2.079	3.921	6.000
16	76.343	2.183	3.817	6.000
17	74.160	2.292	3.708	6.000
18	71.868	2.407	3.593	6.000
19	69.461	2.527	3.473	6.000
20	66.934	2.653	3.347	6.000
21	64.281	2.786	3.214	6.000
22	61.495	2.925	3.075	6.000
23	58.570	3.072	2.928	6.000
24	55.498	3.225	2.775	6.000
25	52.273	3.386	2.614	6.000
26	48.887	3.556	2.444	6.000
27	45.331	3.733	2.267	6.000
28	41.597	3.920	2.080	6.000
29	37.677	4.116	1.884	6.000
30	33.561	4.322	1.678	6.000
31	29.239	4.538	1.462	6.000
32	24.701	4.765	1.235	6.000
33	19.936	5.003	997	6.000
34	14.933	5.253	747	6.000
35	9.680	5.516	484	6.000
36	4.164	4.164	208	4.372
37	0			
38				
Summe	-	100.000	120.372	220.372